

KOÇ ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
ÖZEL HUKUK ANABİLİM DALI

Yüksek Lisans Tezi

**HALKA AÇIK ANONİM ORTAKLIKLARIN  
KAMUYU AYDINLATMA YÜKÜMLÜLÜĞÜ**

Mustafa KESKİN

Tez Danışmanı

Dr. Öğr. Üy. Emek TORAMAN ÇOLGAR

İstanbul - 2018

## ÖZ

# HALKA AÇIK ANONİM ORTAKLIKLARIN KAMUYU AYDINLATMA YÜKÜMLÜLÜĞÜ

Mustafa KESKİN

Sermaye piyasasının güvenilir, şeffaf, etkin, istikrarlı, adil ve rekabetçi bir ortamda işleyişinin sağlanmasında, sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek nitelikteki bilgi, olay ve gelişmelerin kamuya açıklanması önem arz etmektedir. Bu nedenle, 6361 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda olduğu gibi, yasa koyucu, halka açık anonim ortaklıklara kamuyu aydınlatma yükümlülüğü yüklemiştir. Bu çalışmada, halka açık anonim ortaklıkların kamuyu aydınlatma yükümlülüğü, kapsam, içerik ve sorumluluk yönlerinden incelenecektir.

**Anahtar Kelimeler:** Halka açık anonim ortaklıklar, kamunun aydınlatılması, özel durumların açıklanması, kamuyu aydınlatma yükümlülüğü, Sermaye Piyasası Kurulu'nun görevleri

## **ABSTRACT**

# **LIABILITY TO DISCLOSURE OF PUBLICLY HELD JOINT STOCK COMPANIES**

**Mustafa KESKİN**

The disclosure to public of information, events and development which may affect the value or price of securities or the investment decisions of investors, is important to assuring the operation of capital markets in a reliable, transparent, efficient, stabilized, fair and competitive atmosphere. For this reason, as in the Capital Market Code Numbered 6361, the lawmaker has established the liability of public disclosure for publicly held joint stock company. In this study, liability to disclosure of publicly held joint stock companies will be examined in terms of scope, content and responsibility.

**Keywords:** Publicly held joint stock company, disclosure, material event, capital market, liability to disclosure, duties of Capital Market Board

## ÖNSÖZ

Koç Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü'ne sunulmak üzere, Özel Hukuk Yüksek Lisans Tezi olarak hazırlanan bu çalışmada, halka açık anonim ortaklıkların kamuyu aydınlatma yükümlülüğü incelenmiştir

Tez danışmanım olmayı kabul ederek beni onurlandıran ve tez konusunun belirlenmesinden tezin nihayete erdirilmesine kadar geçen süreçte benden desteğini, sabrını ve kıymetli zamanını esirgemeyen saygıdeğer hocam Dr. Emek Toraman Çolgar'a en derin şükranlarımı sunarım.

Tez jürime katılarak beni onurlandıran ve kıymetli değerlendirmelerini benden esirgemeyen saygıdeğer hocalarım Dr. Yasin Alperen Kardeşahin'e ve Dr. Esra Hamamcıoğlu'na minnet ve teşekkürlerimi sunarım.

Değerli vaktini bana ayırarak, konuya ilişkin görüş ve önerilerini paylaşan saygıdeğer hocam Prof Dr. Veliye Yanlı'ya teşekkürü bir borç bilirim.

Hayatımın her aşamasında yanımda olan ve benim için ellerinden gelenin fazlasını yapmaya çalışan annem Sariye, babam Sinan ve Kardeşim Umut Keskin'e ömrüm boyunca minnettar kalacağım.

Bana huzurlu ve öğretici çalışma ortamı sağlayan Aygaz Hukuk Müşavirliği'ndeki tüm çalışma arkadaşlarıma; Koç Üniversitesi'ndeki birbirinden kıymetli hocalarıma ve özellikle Dr. Yiğit Sayın'a; her zaman desteklerini hissettiğim Av. Birgül Feyzioğlu'na ve Prof. Dr. Metin Feyzioğlu'na; hayatımı güzelleştiren kıymetli dostlarım Begüm, Deniz, Güliz, Naz, Yasemin ve Zeynep'e en içten teşekkürlerimi sunarım.

İstanbul, 2018

Mustafa Keskin

## GİRİŞ

Türk Hukuku'nda, yatırımcıların zamanında, tam ve doğru bilgilendirilerek sermaye piyasasının güvenilir, şeffaf, etkin, istikrarlı, adil ve rekabetçi bir ortamda işleyişini sağlamak amacıyla sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek nitelikteki bilgi, olay ve gelişmelerin kamuya açıklanmasına ilişkin usul ve esaslar, 6361 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 15. maddesinde ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun düzenlediği ikincil düzenlemelerde yer almaktadır. Biz bu çalışmada, halka açık anonim ortaklıkların önemli yükümlülükleri arasında yer alan kamuyu aydınlatma yükümlülüğünü incelemeye çalışacağız.

“İlgili Mevzuat ve Tarihsel Gelişim” başlığını taşıyan birinci bölümde, kamuyu aydınlatma ilkesinin, tarihsel süreç içerisindeki doğumunu ve gelişimini irdeledik. Tarihsel süreçte, yatırımcıların mağduriyetine yol açan ve kamu nazarında sermaye piyasasının güvenilirliğini sarsan, ülkemizde ve diğer ülkelerde meydana gelen olaylara yer verdik. Bu olaylar kamuyu aydınlatma ilkesi açısından hem kilometre taşı hem de mihenk taşı olma özelliği göstermektedir. Olaylar neticesinde ortaya çıkan mağduriyetler ve ekonomik sarsıntılar, yasakoyucuları bu alanda yasal düzenleme yapmaya ittiğinden, kamuyu aydınlatma ilkesi bakımından bu olayların kilometre taşı olduğu söylenebilir. Öte yandan da sözü edilen olaylar, kamuyu aydınlatma ilkesinin önemini ortaya koyduğundan, mihenk taşı olma özelliğine haizdir.

İkinci bölümde, kamuyu aydınlatma ilkesinin tanımını ve amacını ortaya koyarak ilkenin sınırlarını çizmeye çalışacağız. Benzer düzenlemelerle farklı ve benzer yönlerini değerlendireceğiz.

Üçüncü bölümde kamuyu aydınlatma ilkesinin bir türü olan finansal tablo ve raporların kamuya açıklanmasına, teknik ayrıntıya inmeden yer vereceğiz.

Dördüncü bölümde, kamuyu aydınlatmanın en önemli türü olan özel durum açıklamalarına, Özel Durumlar Tebliğ kapsamında değineceğiz. Halka açık anonim ortaklıkların, özel durumlarını kamuya açıklarken dikkat etmesi gereken hususların altını çizmeye çalışacağız. Uygulamaya yardımcı olabilmek amacıyla, literatürden ve pratikten yararlanarak, olabildiğince fazla örnekle, çalışmayı zenginleştirmeye çabaladık.

Çalışmanın son kısmı olan beşinci bölümde, kamuyu aydınlatmaya ilişkin sorumluluğa ve kamuyu aydınlatma yükümlülüğünün ihlal edilmesinin sonuçlarına yer vereceğiz. Sermaye Piyasası Kurulu'nun görev ve yetkilerini değerlendireceğiz.

## İÇİNDEKİLER

ÖZ.....	i
ABSTRACT .....	ii
ÖNSÖZ .....	iii
GİRİŞ .....	iv
KISALTMALAR.....	x

### BİRİNCİ BÖLÜM

#### İLGİLİ MEVZUAT VE TARİHSEL GELİŞİM

I. GENEL OLARAK.....	1
II. KAMUYU AYDINLATMA İLKESİNİN ORTAYA ÇIKIŞI .....	3
III. MUKAYESELİ HUKUKTA KONUNUN DÜZENLENİŞİ .....	7
A. Amerika Birleşik Devletleri .....	7
1. Mavi Gök Kanunları (Blue Sky Laws) .....	7
2. Menkul Kıymetler Kanunu (Securities Act of 1933) .....	8
3. Menkul Kıymetler Borsası Kanunu (Securities Exchange Act of 1934).....	10
4. Sarbanes Oxley Yasası (the Sarbanes Oxley Act of 2002).....	11
5. Dodd-Frank Wall Street Reformu ve Tüketicinin Korunması Yasası (the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010).....	14
B. İngiltere .....	15
1. 1720 Tarihli Bubble Act .....	16
2. 1844, 1856 ve 1867 Tarihli Kanunlar .....	17
3. 1890 Tarihli Yasa (the Director’s Liability Act of 1890) .....	18
4. 1948 Tarihli Şirketler Yasası (the Company Act of 1948) .....	19
C. Avrupa Birliği Düzenlemeleri .....	20
Kamunun Aydınlatılmasına İlişkin Başlıca AB Yönergeleri .....	20
D. Türk Mevzuatı ve Tarihsel Gelişimi.....	23
1. Osmanlı Devleti Dönemi .....	23
2. Cumhuriyet Dönemi .....	25
3. 2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu .....	28
4. 1992 Tarihli Değişiklik Sonrası.....	30
5. 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu .....	31

### İKİNCİ BÖLÜM

#### KAMUYU AYDINLATMANIN TANIMI MUHATAPLARI VE TÜRLERİ

I. TANIMI, AMACI, TÜRLERİ VE İŞLEVLERİ.....	34
A. Tanımı .....	34
B. Amacı.....	35

C. İşlevleri.....	36
1. Bilgilendirici İşlev .....	38
2. Koruyucu İşlev.....	38
3. Caydırıcı İşlev .....	38
D. Muhatapları .....	38
1. Yatırımcılar .....	38
a. Mevcut Yatırımcılar .....	39
b. Potansiyel Yatırımcılar.....	39
2. Ortaklık Alacaklıları .....	39
E. Türleri .....	40
1. İçerdiği Bilgi Bakımından.....	40
a. Şekli Anlamda Kamuyu Aydınlatma .....	40
b. Maddi Anlamda Kamuyu Aydınlatma .....	40
2. Bilginin Verilme Zamanı Bakımından.....	40
a. Dönemsel (Periyodik) Kamuyu Aydınlatma .....	40
b. Derhal Kamuyu Aydınlatma.....	41
3. Zorunlu Olup Olmaması Bakımından.....	41
a. Zorunlu Kamuyu Aydınlatma .....	41
b. Gönüllü Kamuyu Aydınlatma.....	41
II. TTK KAPSAMINDA PAY SAHİBİNİN BİLGİ ALMA HAKKI İLE KAMUYU AYDINLATMA İLKESİNİN İLİŞKİSİ.....	42
A. TTK Kapsamında Pay Sahibinin Bilgi Alma Hakkı.....	43
B. Pay Sahibinin Bilgi Alma Hakkı ile Kamuyu Aydınlatma İlkesinin İlişkisi.....	47
III. ETKİN SERMAYE PİYASASI KURAMI İLE KAMUNUN AYDINLATILMASI İLKESİNİN İLİŞKİSİ .....	49
IV. İÇERİDEN ÖĞRENENLERİN TİCARETİ FİİLİ İLE KAMUYU AYDINLATMA İLKESİNİN İLİŞKİSİ.....	51
V. KAMUYU AYDINLATMA İLKESİNE YÖNELİK ELEŞTİRİLER.....	52

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### SÜREKLİ KAMUYU AYDINLATMA

I. FİNANSAL TABLO VE RAPORLAR.....	55
A. Yıllık Finansal Tablolar .....	55
B. Yıllık ve Ara Dönem Finansal Raporlar .....	56
C. Yönetim Kurulu Yıllık ve Ara Dönem Faaliyet Raporları .....	57
D. Denetçi Raporları.....	58
1. Bağımsız Denetçi.....	59
2. Denetimin Kapsamı .....	60
3. Şirketler Topluluğunda Denetim .....	62
4. Denetim Raporunun İçeriği .....	64



5. Denetçinin Sorumluluğu .....	66
E. Bağlılık Raporu .....	67
II. FİNANSAL TABLOLARIN HAZIRLANMASI, RAPORLAMA VE SORUMLULUK BEYANI .....	69
III. FİNANSAL RAPORLARIN AÇIKLANMASI.....	70

## DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

### ÖZEL DURUMLARIN KAMUYA AÇIKLANMASI

I. GENEL OLARAK.....	72
II. KAPSAM.....	73
A. Açıklama Yapmakla Yükümlü Olanlar .....	74
B. İçsel Bilgi .....	76
III. KAMUYA AÇIKLAMA YAPMA ZORUNLULUĞU.....	82
IV. HABER VEYA SÖYLENTİLERİN DOĞRULANMASI .....	84
V. GELECEĞE YÖNELİK DEĞERLENDİRMELERİN AÇIKLANMASI .....	84
VI. İDARİ SORUMLULUĞU BULUNAN KİŞİLERİN İŞLEMLERİNİN AÇIKLANMASI .....	85
VII. AÇIKLAMANIN ŞEKLİ VEYA SÜRESİ.....	86
VIII. SÜREKLİ BİLGİLERİN KAMUYA AÇIKLANMASI.....	87
IX. DİĞER DÜZENLEMELERDEKİ ÖZEL DURUM AÇIKLAMALARI .....	91
A. Sermayenin Kaybı ve Borca Batıklık .....	92
B. Birleşme ve Bölünmeye İlişkin Açıklamalar .....	94
C. Kayıtlı Sermaye Sistemine İlişkin Açıklamalar .....	97
D. Önemli Nitelikteki İşlemlere İlişkin Açıklamalar .....	98
E. Geri Alınan Paylara İlişkin Açıklamalar.....	100
F. AÇIKLAMANIN ERTELENMESİ .....	106
1. Şirketin meşru çıkarlarının zarar görmemesi .....	107
2. Kamuoyunun Yanıtılmaması.....	108
3. İçsel Bilginin Gizliliğinin Sağlanması.....	109
4. Açıklaması Ertelenen Bilginin Sonradan Kamuya Duyurulması.....	110
G. İÇERİDEN ÖĞRENENLERİN TİCARETİ SUÇU .....	110
1. Tanımı. ....	109
2. Unsurları.....	111
a. İçsel Bilgi.....	111
b. İçeriden Öğrenenler.....	112
c. Bilgiden Menfaat Elde Edilmesi .....	113

## BEŞİNCİ BÖLÜM

### SORUMLULUK, KAMUYU AYDINLATMA İLKESİNİN İHLALİNİN SONUÇLARI VE SPK'NIN GÖREV VE YETKİLERİ

I. KAMUYU AYDINLATMA YÜKÜMLÜLÜĞÜNDEN DOĞAN SORUMLULUK.....	115
A. SERPK'da Sorumluluğa ilişkin Hükümlerin Değerlendirilmesi.....	115
B. Hukuki Sorumluluk ve Unsurları .....	116
1. Fiil.....	116
2. Hukuka Aykırılık .....	116
3. Zarar .....	118
4. Nedensellik Bağı.....	121
5. Kusur.....	124
C. Sorumluluğun Niteliği ve Sorumlular.....	126
D. Cezai Sorumluluk .....	127
E. İdari Sorumluluk.....	128
II. SPK'NIN GÖREV VE YETKİLERİ .....	116
A. Genel Olarak SPK.....	129
B. SPK'nın Niteliği .....	130
C. SPK'nın Yetki ve Görevleri .....	132
1. Düzenlemeler Yapmak.....	132
2. Genel ve Özel Nitelikte Kararlar Almak.....	134
3. İzlemek ve Denetlemek.....	135
4. Uyarmak ve Bilgilendirmek .....	136
5. Tedbir Almak .....	137
6. Yaptırım Uygulamak .....	138
7. Cumhuriyet Savcılığına Başvuruda Bulunmak .....	139
SONUÇ.....	140
KAYNAKÇA .....	142

## KISALTMALAR

AB	Avrupa Birliği
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
AMBK	Securities Exchange Act of 1934
AMKK	Securities Act of 1933
Bkz.	Bakınız
C.	Cilt
CMK	5271 Sayılı Ceza Muhakemesi Kanunu
ESMA	European Securities and Markets Authority (Avrupa Menkul Kıymetler ve Piyasalar Otoritesi)
ESERPK	Mülga Sermaye Piyasası Kanunu
HAAO	Halka Açık Anonim Ortaklık
II-14.1 Tebliğ	II-14.1 Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliğ
II-18.1 Tebliğ	II-18.1 Kayıtlı Sermaye Sistemi Tebliğ
II-23.1 Tebliğ	II-23.1 Önemli Nitelikteki İşlemlere İlişkin Ortak Esaslar ve Ayrılma Hakkı Tebliğ
II-23.2 Tebliğ	II-23.2 Birleşme ve Bölünme Tebliği
KAP	Kamuyu Aydınlatma Platformu
KGK	Kamu Gözetimi, Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu
MAR	Market Abuse Regulation
Md	Madde
ÖDR	Özel Durumlar Rehberi

ÖDT	Özel Durumlar Tebliğ II-15.1
RG	Resmî Gazete
S.	Sayfa
SEC	Securities and Exchange Commission
SERPK	6361 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
SOX Yasası	The Sarbanes Oxley Act of 2002
TBK	6098 Sayılı Türk Borçlar Kanunu
TTK	6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu
VD.	Ve Devamı

## BİRİNCİ BÖLÜM

### İLGİLİ MEVZUAT VE TARİHSEL GELİŞİM

#### I. GENEL OLARAK

Tasarruf sahiplerinin küçük birikimlerinin sermaye piyasasında yatırıma dönüştürülmesi, sermaye piyasasının gelişmesini sağlayarak, ülke ekonomisinin kalkınmasına imkân tanıyacaktır. Tasarruflarını sermaye piyasasında değerlendiren küçük yatırımcıların, hileli ve aldatıcı işlemler sebebiyle yaşayacakları mağduriyetlerin önlenmesi ve mağdur olma endişelerinin bertaraf edilerek, sermaye piyasasının güvenilirliğinin sağlanması amacıyla, bazı sistemler ortaya konulmuştur. Tarihsel süreçte ilk olarak izin (liyakat) sistemi ortaya konulmuş, ancak izin sisteminin yetersiz kalması kamuyu aydınlatma sisteminin doğumuna neden olmuştur.<sup>1</sup>

İzin sisteminde, halka arz edilecek ihraçlar için düzenleyici otoriteye başvurulmaktadır. Eğer düzenleyici otorite tarafından ihracın hileli ve aldatıcı işlem olmadığına ve yatırımcı açısından tatminkâr bir gelir getireceğine karar verilirse, ihraççıya ihraç için gerekli izin verilmektedir.<sup>2</sup> Bu sistemle birlikte, sermaye piyasasında aktif role sahip olan düzenleyici otorite aracılığıyla, yatırımcı açısından riskli ihraçların halka arz edilmesinin önüne geçilmesi amaçlanmaktadır. Öğretide bu durum aptalın aptallık yapmaktan korunması şeklinde ifade edilmiştir.<sup>3</sup>

---

<sup>1</sup> İhtiyar, Mustafa, Sermaye Piyasası Hukukunda Kamuyu Aydınlatma İlkesi, İstanbul 2006, S. 5, 6, Küçüksözen, Cemal, Sermaye Piyasasında Yatırımcıların Korunması, İstanbul 1999 (Kısaltma: Yatırımcıların Korunması), S. 15, Kara, M. Sencer, Sermaye Piyasası Aracılık Faaliyetlerinde Yatırımcıların Korunması, Doktora Tezi Ankara 2006, S. 32, 33..

<sup>2</sup> İhtiyar, Mustafa, S. 6, Küçüksözen, Yatırımcıların Korunması, S. 15, Kara, m. Sencer, S. 33.

<sup>3</sup> Küçüksözen, Cemal, Yatırımcının Korunması, S. 13, Kara, M. Sencer, S. 32.

Zamanla izin sisteminin yetersizliği ortaya çıkmış ve sistem çoğu yönden eleştirilere maruz kalmıştır. İzin sisteminin eleştirilen yönlerinden biri, düzenleyici otoriteye ağır yükümlölüklerin yükleniyor olmasıdır.<sup>4</sup> Tüm yatırımcıların korunmasına ilişkin sorumluluk düzenleyici otoriteye verilmiştir. Söz konusu sorumluluğun verilmesi ise tam anlamıyla mümkün olmamakla birlikte, düzenleyici otoritenin aktif rol üstlenmesi, büyük örgütlenmeyi ve dolayısıyla büyük maliyetleri beraberinde getirecektir. Öte yandan da düzenleyici otoritenin yani kamunun ortaklık üzerinde böyle etkin olması, kamuya ortaklığı kontrol yetkisi de tanımaktadır.<sup>5</sup>

Ayrıca, düzenleyici otoritenin sermaye piyasasında geniş müdahale yetkisine sahip olması, yeni işletmeler açısından olumlu sonuçlar doğurmayabilir.<sup>6</sup> Düzenleyici otorite mevcut işletmeleri gözetecek ve bu durum yatırıma ihtiyaç duyan yeni işletmelerin yatırıma uygun görülme olasılığını arttıracaktır. Bu müdahaleci tutum, gelecekte başarılı olabilecek girişimlerin önüne geçerek, ekonominin gelişimini olumsuz yönde etkileyebilecektir.

İzin sisteminin, sadece birincil piyasada işlem yapan yatırımcıları koruması, ikincil piyasada yatırım yapan yatırımcılara yönelik herhangi bir koruma sağlamaması, izin sistemine karşı yöneltilen bir başka eleştiredir.<sup>7</sup>

İzin sisteminin yetersiz kalması, yeni sistem arayışlarına neden olmuş ve ihraca ilişkin doğru, gerçek ve güvenilir bilgilerin yatırımcılarla paylaşıldığı kamuyu aydınlatma ilkesi ortaya çıkmıştır. Söz konusu ilkeyle birlikte, yatırımcıya gerekli doğru bilgiler zamanında verilecek ve risk değerlendirmesi yapmak yatırımcının kendisinden beklenecektir.

---

<sup>4</sup> Küçüksözen, Cemal, Yatırımcıların Korunması, S. 15, Kara, M. Sencer, S. 33.

<sup>5</sup> Küçüksözen, Cemal, Yatırımcının Korunması, S. 15.

<sup>6</sup> Küçüksözen, Cemal, Yatırımcının Korunması, S. 15 Kara, M. Sencer, S. 33.

<sup>7</sup> Küçüksözen, Cemal, Yatırımcıların Korunması, S. 15.

## II. KAMUYU AYDINLATMA İLKESİNİN ORTAYA ÇIKIŞI

Kamuyu aydınlatma ilkesi, ilk olarak, Anglosakson hukuk sisteminde ortaya çıkmıştır.<sup>8</sup> Daha sonra Kıta Avrupası hukuk sistemini benimseyen ülkelerin mevzuatlarında da karşılık bulmuştur.<sup>9</sup> Kamuyu aydınlatma ilkesinin, Kıta Avrupası sisteminden önce Anglosakson hukuk sisteminde görülmesinin sebebi, sermaye piyasası hukukunun ve halka açık ortaklıkların Anglosakson hukuk sisteminde, Kıta Avrupası hukuk sistemine nazaran daha çok gelişme kaydetmesidir. Bunun, aşağıda sıraladığımız birçok sebebi bulunmaktadır.

Anglosakson hukuk sisteminde, özellikle ABD’de, yasalar vasıtasıyla bir çerçeve oluşturulmakta, daha sonra düzenleyici otoriteler bu yasal çerçeve içerisinde gerekli düzenlemeleri gerçekleştirmektedir.<sup>10</sup> Gerçekleştirilen ikincil düzenlemeler, sermaye piyasasının ihtiyaçlarına karşılık vermekte, piyasanın gelişimi için piyasaya esneklik kazandırmaktadır. Yasanın katılığında ve yasamanın hantallığından uzakta, piyasanın içinde yer alan düzenleyici otoritenin ortaya koyduğu düzenlemeler, piyasa aktörleri için daha hızlı ve daha pragmatik çözümler sağlamaktadır. Ayrıca, ikincil düzenlemeler, piyasada uygulandıkça, olgunlaşmakta; bu sayede de yasal düzenlemelere kaynak teşkil etmektedir. Bunun yanında, Anglosakson hukuk

---

<sup>8</sup> Jaggi, Bikki and Lowy, Pek, Impact of Culture, Market Forces, and Legal System on Financial Disclosures, the International Journal of Accounting, Vol. No. 4 S. 495-519, Markham, Jerry, and Sharpe, E. M., A Financial History of Modern U.S. Corporate Scandals: From Enron to Reform, 2006, S. 145, İhtiyar, Mustafa, S. 6.

<sup>9</sup> Anglosakson hukuk sistemini benimseyen ülkelerin başında ABD, İngiltere ve Kanada gelmektedir. Almanya, Fransa ve Japonya ise Kıta Avrupası hukuk sistemini benimseyen ülkelerin başını çekmektedir. Bkz. Jaggi ve diğerleri, S. 499 vd. , Roe, J. Mark, Legal Origins and Modern Stock Markets, Harvard Law Review, Volume 120, S. 200.

<sup>10</sup> Roe, S. 6., Armour, John and Deakin, Simon and Lere, Priya and Siems, Mathias, How Do Legal Rules Evolve? Evidence from a Cross-Country Comparison of Shareholder, Creditor and Worker Protection, (July 7, 2009) European Corporate Governance Institute-Law Working Paper No: 129/2009 S. 8 vd. Ansay, Tuğrul, Amerikan Anonim Ortaklıklarının İç Yüzü, Batider C. 9, 1978 S. 973, Manavgat, Çağlar, Anonim Ortaklıklarda Kurumsal Yönetimde Kamunun İşlevi, Batider Sayı: 2 Aralık 2007, 4 b73-498, (Kısaltma: Kamunun İşlevi) S. 475.

sisteminin temelini içtihat hukuku (common law) oluşturmaktadır.<sup>11</sup> Bu sayede, hakimler, piyasanın ve iş insanlarının ihtiyaçları doğrultusunda, yasada çözüm öngörülmemiş olsa bile kendileri çözüm yaratarak, kararlarını vermektedirler.

Kıta Avrupası hukuk sisteminde ise, sosyal devlet anlayışından kaynaklanan hukuk sisteminin ekonomiyi ve piyasayı aşırı düzenleyici yaklaşımı, sermaye piyasalarının bodurlaşmasına neden olur. Sıkı kanunlaşma ve adli müdahalenin ağır olması, sermaye piyasalarında ortaya çıkacak çözümlerin önünü keser.<sup>12</sup>

Anglosakson hukuk sistemi ülkelerinin, bilhassa ABD'nin, Kıta Avrupası'na kıyasla, söz konusu alanda gelişme kaydetmesinin bir diğer sebebi, ABD'nin düzenlemeleri gerçekleştirdiği dönemdeki mevcut siyasi yapısıdır. Avrupa, ABD'nin düzenlemeleri gerçekleştirdiği 20'nci yüzyılın ilk yarısında, hem 1. Dünya Savaşı'nın hem de 2. Dünya Savaşı'nın yıkımlarını göğüslemiş; bunların yanı sıra, baskıcı, otoriter siyasal yapılanmalara sahne olmuştur.<sup>13</sup> Doğal olarak, bu sıkıntılı dönemde, ekonomik yaşam gelişme gösterememiştir. Hem savaşlar ve siyasi gerginliklerden ötürü büyük ekonomik sıkıntıların ortaya çıkması, hem de işçi hareketlerinin yoğun olması sebebiyle sosyal devlet anlayışının benimsenmiş olması, Avrupa hukuk sistemlerini daha koruyucu-müdahaleci (paternalist) olmaya itmiştir.<sup>14</sup> ABD ise büyük savaşların yıkımlarından uzakta, özgürlükçü ve serbest siyasal yapısıyla, liberal devrimlerin etkisinde kalmış ve ekonomik gelişmeler için uygun ortam oluşturmuştur.<sup>15</sup>

---

<sup>11</sup> 2000'li yılların başında, ortaya çıkan Enron skandalıyla birlikte, ABD'de de yasayla düzenleme yapma yolu tercih edilmiştir. İlgili bölümde de inceleyeceğimiz gibi, bu eğilimin sonucu olarak, Sarbanes Oxley Act oluşturulmuştur. Ancak zamanla, bu tercihin, isabetli olmadığı anlaşılmıştır. Bkz. Manavgat, Kamunun İşlevi, S. 474, 479, 483, Roe, S. 11.

<sup>12</sup> Roe, S. 6., Armour ve Diğerleri, S. 8, İhtiyar, Mustafa, S. 7

<sup>13</sup> İhtiyar, Mustafa, S. 8

<sup>14</sup> Roe, S. 37, 40.

<sup>15</sup> Amour ve Diğerleri, S. 14, 15., İhtiyar, Mustafa, S. 7. ABD'de şirketlerden alınan vergiler, federe devletlerin en büyük gelir kalemini oluşturur. Bu yüzden, federe devletler, şirketleri kendi eyaletlerine çekebilmek için, emredicilikten uzak, serbest kurallar belirlemektedir. Bkz. Ansay, S. 972.



Anglosakson hukuk sisteminde, şirketler borç finansmanına ağırlık vermişler ve bu durum alacaklıların yasal yollarla korunması ihtiyacını tetiklemiştir.<sup>16</sup> Böylece, alacaklılar, şirketin finansal durumu hakkında bilgiye ihtiyaç duymuş ve bu sayede kamuyu aydınlatma ilkesi gelişme kaydetmiştir.<sup>17</sup> Ayrıca, tasarrufların sermaye piyasasına çekilmesi için halka açık ortaklıklar aracılığıyla, sermaye tabana yayılmıştır.<sup>18</sup> Küçük yatırımcıların sermaye piyasasına güven duyması için, yatırımcıların hakları, Anglosakson sisteminde daha çok gözetilmiş, bu sayede de sermaye piyasası hukuku gelişme kaydetmiştir. Kıta Avrupası Hukuk sisteminde ise, halka açık ortaklıklardan ziyade kapalı anonim ortaklıklar daha yaygındır.

Anglosakson hukuk sistemi, halka açık anonim ortaklıkların ve sermaye piyasası hukukunun gelişme göstermesi ile bu sistem içerisinde, kamuyu aydınlatma ilkesinin doğumu için gerekli ortamı hazırlamıştır. Yukarıda da sözü edildiği gibi, mevcut pay sahipleri ve ortaklık alacaklılarından ziyade potansiyel pay sahiplerine ve kamuya yönelik gerçekleştirilen düzenlemeler, beraberinde kamuyu aydınlatma ilkesini getirmiştir.

Kamuyu aydınlatma ilkesinin, Anglosakson Hukuku'nda oluşturulduğu kesin olmakla birlikte, ilkenin, İngiltere'de mi ABD'de mi doğduğu tartışmalıdır. Bu tartışma kapsamında, iki görüş ortaya konmuştur.<sup>19</sup>

İlk görüş, kamuyu aydınlatma ilkesinin ABD'de ortaya çıktığını savunmaktadır.<sup>20</sup> Bu görüşe göre, ülkede kolej, hastane sahibi gibi tüzel kişilere imtiyaz tanınmış, zamanla bu imtiyazın kapsamına şirketler de dahil olmuştur. Giderek tüzel kişilerin güçlenmesiyle de yatırımcıların

---

<sup>16</sup> Jagi ve Diğerleri, S. 501

<sup>17</sup> Jagi ve diğerleri, S. 501.

<sup>18</sup> Hacımahmutoğlu, Sibel, AT Komisyonunun Ortaklığın Kontrolünü Ele Geçirme Aracı Olarak Pay Alım Önerisine İlişkin 13. Ortaklık Hukuku Yönerge Teklifi Üzerine Bir İnceleme, Batider Sayı: 1 - Haziran 2001, S. 100, 101.

<sup>19</sup> İhtiyar, Mustafa, S. 9 vd., Tekinalp, Ünal, Anonim Ortaklığın Bilançosu ve Yedek Akçeleri Kamuyu Aydınlatma İlkesiyle, İstanbul, 1979, S. 190 vd. (*Kısaltma: Kamunun Aydınlatılması*). Küçüksözen, Cemal, Yatırımcının Korunması, S. 21 vd., İngiltere ve ABD'deki finansal açıklamalara ilişkin düzenlemelerin karşılaştırılması için bkz. Hossain, David, US vS. UK Financial Statement Disclosure: A Cross-Counter Comparison, the Journal of Human Resource and Adult Learning, 68 OL. 12, Mum, 1 Haziran 2016.

<sup>20</sup> İhtiyar, Mustafa, S. 9.

korunmasına yönelik düzenleme yapma ihtiyacı doğmuş ve bu ihtiyaç, Mavi Gök Kanunları'nın (Blue Sky Laws) kaynağını teşkil etmiştir.<sup>21</sup> Daha sonra 1933 yılında Menkul Kıymetler Kanunu (Securities Act) ve 1934 yılında Menkul Kıymetler Borsası Kanunu (Securities Exchange Act) yürürlüğe konmuştur.

İkinci görüş ise kamuyu aydınlatma ilkesinin, İngiliz Hukuku'nda ilk olarak ortaya çıktığını ileri sürmektedir.<sup>22</sup> Bu görüşe göre, 19. yüzyılda ABD'de kamuya bilgi sunmama anlayışı (im publicity) hakimdir. ABD'nin kuruluş tarihi olan 1776'dan önce, İngiltere'de, yatırımcı haklarına ilişkin düzenleme olan Buble Act, 1720 tarihinde yürürlüğe konmuştur. Buble Act'in yürürlüğe girmesine neden olan ve kamuyu aydınlatma ilkesinin doğuşunu sağlayan South Sea Company olayı bu dönemde gerçekleşmiştir. Ortakları soylulardan olan South Sea Company İngiltere'de faaliyet göstermektedir. Şirket'in hisseleri, 1720 yılının ocak ayında 128 Sterlin, şubat ayında 330 Sterlin ve mayıs ayında 550 Sterlin şeklinde artış göstermiştir. Şirket ortakları, hisse senetlerinin yükseldiği dönemde ellerindeki hisse senetlerini satmışlardır. Bu durum incelendiğinde, Şirket yöneticilerinin, gerçek olmayan bilgileri kamuya açıklayarak, hisse senetlerinin değerlerini arttırdıkları ortaya çıkmıştır. Böylelikle kamuya doğru bilginin açıklanmasının önemi ortaya çıkmıştır.

İki görüş de göz önüne alındığında, kamuyu aydınlatma ilkesinin, ilk sermaye piyasası düzenlemelerini barındıran İngiltere'de doğduğunu ve ABD'de gelişme gösterdiğini söylemek en isabetli yaklaşım olacaktır.

---

<sup>21</sup> İhtiyar, Mustafa, S. 9.

<sup>22</sup> Markham ve Diğerleri, S. 143. İhtiyar, Mustafa, S. 9.

### III. MUKAYESELİ HUKUKTA KONUNUN DÜZENLENİŞİ

#### A. Amerika Birleşik Devletleri

##### 1. Mavi Gök Kanunları (Blue Sky Laws)

ABD’de, federal menkul kıymetler kanunlarının yürürlüğe girmesinden önce, menkul kıymet ihracına ilişkin düzenlemeler, federe devletler bazında gerçekleştirilmiştir. Dolayısıyla, ülke genelinde yeknesak bir düzenleme mevcut değildir. Bu dönemde çıkartılan kanunlara, “Mavi Gök Kanunları” (Blue Sky Laws) adı verilmiştir. Mavi Gök adı, ABD Yüksek mahkemesi tarafından 1917 yılındaki bir kararda verilmiştir (Hall v. Geiger-Jones Co.). İlgili dönemde, menkul kıymet satışında yapılan çeşitli sahtekarlıkların geldiği noktayı göstermek amacıyla, Yüksek Mahkeme, mavi göğün satılması noktasına geldiği şekilde ifade etmiştir. Büyük buhrana doğru giden dönemde, yüksek yatırım getirileri vaat eden, yüksek spekülasyon veya hileli planlara karşı, sıradan yatırımcıların kandırılmasını engellemek için, federe devletler<sup>23</sup> tarafından çıkartılan menkul kıymetler kanunlarına da Mavi Gök Kanunları adı verilmiştir.<sup>24</sup> Mavi Gök Kanunları’nın düzenlenmesi için 3 ana gerekçe ileri sürülebilir:<sup>25</sup> (i) menkul kıymet ihracında dolandırıcılığın önlenmesi, (ii) bilgilendirmeden kaynaklanan sorunların önüne geçmek ve (iii) paternalizm.

Menkul kıymet ihracında dolandırıcılığın önlenmesinin, kamunun menfaatini doğrudan etkilediği hususu tartışmaya gerek duyulmayacak kadar açıktır. Eğer yatırımcılar, menkul kıymetlere ilişkin ihraççılar tarafından

---

<sup>23</sup> ABD’de 1911 ve 1931 yılları arasında, 47 federe devlet kendi Mavi Gök Kanunlarını düzenlemiştir. Bkz. Mahoney, Paul, The Origins of The Blue Sky Laws: A Test of Competing Hypotheses, University of Virginia School of Law, Law and Economics Research Papers Working Paper No: 01-11, Aralık 2001, S. 1.

<sup>24</sup> Macey, Jonathan R. and Miller, Geoffrey P., "Origin of the Blue Sky Laws" (1991). *Faculty Scholarship Series*. Paper 1641.

<[http://digitalcommons.law.yale.edu/fss\\_papers/1641](http://digitalcommons.law.yale.edu/fss_papers/1641)>, Erişim Tarihi: 30.05.2018, S. 386 vd. Tekinalp, Kamunun Aydınlatılması, S. 10 vd., İhtiyar, Mustafa, S. 9 vd.

<sup>25</sup> Macey ve Diğerleri, S. 389 vd.

yapılan açıklamaların doğruluğuna güvenemezse, menkul kıymet işlemleri gerçekleştirmezler. Sermaye piyasasında işlemlerin gerçekleşmemesi, yatırımcıları, ihraççıları ve sonuçta ekonomiyi olumsuz yönde etkileyecektir. Bu yüzden, Mavi Gök Kanunları'nın düzenlenme gerekçesinin, sermaye piyasalarındaki hileli davranışların ve bilgilendirmeden doğabilecek sorunların önüne geçmek olduğu söylenebilir.<sup>26</sup>

Mavi Gök Kanunları genel olarak değerlendirildiğinde, kamuyu aydınlatma ilkesini tam anlamıyla benimsediklerini söylemek güçtür.<sup>27</sup> Çünkü menkul kıymetlerin şirketler tarafından halka arzında kıstas, yatırımcının tam, doğru ve dürüst bilgi edinmesi değildir. İdari otoritenin talep ettiği bilgileri idari otoriteyle paylaşarak, idari otoriteden onay alınması, yani izin sistemi benimsenmiştir.

Bazı eyaletlerde hisse senedi borsalarında kamuyu aydınlatmaya ilişkin düzenlemeler getirilmiştir. New York Hisse Senedi Borsası ve bazı diğer borsalar, şirketlere yıllık rapor düzenleme yükümlülüğü getirmişlerdir.<sup>28</sup> Bu sayede anlık da olsa şirketin finansal durumu hakkında bilgilendirme gerçekleşmektedir. Ancak yatırımcılar, yılın geri kalan günlerinde şirketin finansal durumundan bihaber kalmaktadır. Ayrıca düzenlenen raporlar, yeknesak raporlama standartları olmadığından, yetersiz ve birbirinden farklı olmakta; yatırımcılara karşılaştırma yapma olanağı tanımamaktadır.

## 2. Menkul Kıymetler Kanunu (Securities Act of 1933)

Mavi Gök Kanunları'nın yatırımcıları yeterince korumaması ve federal düzeyde düzenleme eksikliği, ABD'de düzenleme yapma ihtiyacını tetiklemiştir.<sup>29</sup> Öte yandan, 1929 yılına gelindiğinde, ABD'de başlayıp tüm dünyayı etkileyen büyük buhran ortaya çıkmıştır. Sarsıcı ekonomik kriz bütün piyasaları alt üst etmiştir. Krizden sonra, sermaye piyasalarında şeffaflığın

<sup>26</sup> Macey ve Diğerleri, S. 394 vd., İhtiyar, Mustafa, S. 17

<sup>27</sup> İhtiyar, Mustafa, S. 17, 18.

<sup>28</sup> Kütükçü, Doğan, Sermaye Piyasası Hukuku, Cilt 1, İstanbul 2004, S. 2.

<sup>29</sup> İhtiyar, Mustafa, S. 19.

sağlanması, yatırımcıların doğru bilgilendirilmesi ve yanlış açıklamaların ve hileli davranışların sona erdirilmesi amacıyla, Kongre, 1933 tarihli ABD Menkul Kıymetler Kanunu'nu (Securities Act of 1933) düzenlemiştir. AMKK, ABD'de kamuyu aydınlatma ilkesini benimseyen ilk kanun olma niteliğine sahiptir.<sup>30</sup>

Yukarıda da belirtildiği gibi, 1933 tarihinde yürürlüğe giren AMKK'nın başlıca amacı, menkul kıymet yatırımcılarının, menkul kıymet yatırımından önce, tam ve doğru bilgi almalarını sağlamak ve sermaye piyasasında meydana gelen hile ve kandırmacaların önüne geçerek yatırımcıların zarar görmelerini önlemektir.<sup>31</sup> Mavi Gök Kanunları'nın aksine, ihraç edilecek menkul kıymete ilişkin açıklamalar, gerektiği gibi tam ve doğru yapıldıysa, mali durumu iyi olmayan bir şirketin bile menkul kıymetlerini halka satması mümkündür. Kanun'un benimsediği bu yaklaşım nedeniyle, AMKK, "çürük yumurtalar kanunu" (rotten egg statute) olarak adlandırılmıştır.<sup>32</sup> Çürük yumurtalarla ifade edilmek istenen, halka yumurtaların çürük olduğu söylendikten sonra, istenildiği kadar çürük yumurtaların halka satılabilesidir.

Mavi Gök Kanunları'nın aksine, AMKK, izin sistemi yerine kayıt sistemini benimsemiştir. Menkul kıymetlerin kaydedilmesi yoluyla, önemli finansal bilgilerin açıklanması amaçlanmaktadır.<sup>33</sup> Burada amaç idari otoritenin bilgilendirilmesi değildir. Kaydedilen bilgiler, bir şirketin menkul kıymetlerini satın alıp almama konusunda, yatırımcıların bilinçli kararlar almalarını sağlar. Securities Exchange Commission (SEC – Menkul Kıymetler Borsası Komisyonu), menkul kıymetlere ilişkin açıklanan

---

<sup>30</sup> İhtiyar, Mustafa, S. 19.

<sup>31</sup> İhtiyar, Mustafa, S. 21, Yanlı, Veliye, Sermaye Piyasası Hukuku Çerçevesinde Halka Açık Şirketler ve Kamunun Aydınlatılması, İstanbul 2008, (Kısaltma: *Kamunun Aydınlatılması*) S. 217 vd., Tekinalp, Kamunun Aydınlatılması, S. 19 vd., Küçüksözen, Yatırımcıların Korunması, S. 22, Daines, M. Robert, Jones, M. Charles, Truth or Consequences: Mandatory Disclosure and the Impact of the 1934 Act, Stanford Law School, May 2012, <<https://law.stanford.edu/publications/truth-or-consequences-mandatory-disclosure-and-the-impact-of-the-1934-act/>>, Erişim Tarihi: 23.04.2017.

<sup>32</sup> İhtiyar, Mustafa, S. 21, 22.

<sup>33</sup> ABD Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu (SEC) Mevzuatı, <<https://www.sec.gov/about/lawS.shtml>>, Erişim tarihi: 15.01.2017.

bilgilerin doğru olup olmadığı konusunda bir garanti vermez; sadece bu bilgilerin, yatırımcılara açıklanmasını sağlar. Böylelikle, menkul kıymet alıp zarara uğrayan yatırımcılar, açıklanan önemli bilgilerin yanlış veya eksik olduğunu ispat etmeleri durumunda, rücu hakkına sahip olurlar. AMKK'nın koruyucu hükümleri, menkul kıymet alıcılarını kapsamaktadır. Menkul kıymet satıcıları ise korumanın dışında bırakılmıştır.

Şirketlerin menkul kıymetleri halka ilk defa arz ettikleri piyasa olan birincil piyasalar AMKK'nın konusunu oluşturur. Menkul kıymetlerin ilk ihracından sonra işlem gördüğü piyasalar ise ikincil piyasalar olarak adlandırılır. İkincil piyasalar esas olarak AMBK'nın konusunu teşkil eder. Ancak hem birincil hem de ikincil piyasalarda işlem gören menkul kıymetlerin kaydedilmesi gerektiğinden, iki piyasa da AMKK'nın kayıt sisteminin kapsamına girmektedir.

### **3. Menkul Kıymetler Borsası Kanunu (Securities Exchange Act of 1934)**

1934 yılında yürürlüğe giren Menkul Kıymetler Borsası Kanunu, 1933 yılında yürürlüğe giren AMKK'ya nazaran daha geniş düzenlemeler içermektedir. AMKK menkul kıymet alıcılarını korumaya yönelmişken, AMKBK sermaye piyasalarının yapılarının ve sermaye piyasalarının faaliyetlerine ilişkin düzenlemeleri de içermektedir.<sup>34</sup>

AMKBK, ikincil piyasadaki menkul kıymet işlemlerine, menkul kıymet borsasına ve menkul kıymet piyasası katılımcılarına ilişkin düzenlemeleri içermekte ve yatırımcıları korumayı amaçlamaktadır.<sup>35</sup> İkincil piyasalar şirketler tarafından menkul kıymetlerin ilk ihracından sonra, hisse senedi, tahviller, hisse senedi opsiyonları gibi menkul kıymetlerin satışlarının gerçekleştirildiği piyasalardır. Brokerler, borsalar, takas ajansları gibi ikincil

---

<sup>34</sup> İhtiyar, Mustafa, S. 34.

<sup>35</sup> Küçüksozen, Cemal, Yatırımcının Korunması, S. 30, vd., İhtiyar, Mustafa, S. 34.

piyasanın katılımcıları, AMBK tarafından düzenlenen yükümlülüklerle uymak zorundadır.

AMBK, şirketlere, yatırımcıların bilgi edinebilmeleri için, zorunlu açıklama yapma yükümlülüğü yüklemiştir. AMBK kapsamına giren şirketler (reporting company) üçer aylık periyodlarda rapor açıklama yükümlülüğü ve mali tabloları ile yatırım kararlarını etkileyebilecek nitelikteki her türlü işlem ve gelişmeyi kamuya açıklama yükümlülüğü altındadır.<sup>36</sup> Şirketler AMKK kapsamında, kayıt aşamasında gerekli bilgileri kamuya açıklamakla, AMBK kapsamında ise, belirli aralıklarda ve önemli gelişmelerin ortaya çıkması halinde bilgi açıklamakla yükümlüdür.<sup>37</sup>

#### **4. Sarbanes Oxley Yasası (the Sarbanes Oxley Act of 2002)**

2002 yılında ABD Kongresi, şirketlerin hileli muhasebe faaliyetlerine karşı yatırımcıları korumak amacıyla, Sarbanes Oxley Yasasını ("SOX Yasası") kabul etmiştir. SOX Yasası, muhasebe dolandırıcılıklarını önlemek ve şirketlerin yapacakları finansal açıklamaları geliştirmek için katı reformlar gerçekleştirmiştir. Kamuoyunu etkileyen Enron Corporation<sup>38</sup>, Tyco International PLC ve WorldCom gibi, muhasebe faaliyetlerine ilişkin skandalların, yatırımcıların finansal açıklamalara olan güvenini sarstığı söylenebilir. Bu durum muhasebe standartlarını ve finansal açıklamaları

---

<sup>36</sup> İhtiyar, Mustafa, S. 32.

<sup>37</sup> İhtiyar, Mustafa, S. 34.

<sup>38</sup> Ayrıntılı Analiz için: Macey, Jonathan R., "Efficient Capital Markets, Corporate Disclosure and Enron" (2004). Faculty Scholarship Series 1419, <[http://digitalcommons.law.yale.edu/fss\\_papers/1419](http://digitalcommons.law.yale.edu/fss_papers/1419)>, Erişim Tarihi: 23 Nisan, 2017, (Kısaltma: *Efficient Capital Markets*). Gordon, Jeffrey N., Governance Failures of the Enron Board and the New Information Order of Sarbanes-Oxley (March 2003). Columbia Law and Economics Working, Paper No. 216; Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 416, <<https://ssrn.com/abstract=391363>>, Erişim Tarihi: 20 Ağustos 2017, Küçüksözen, Cemal, Finansal Bilgi Manipülasyonu: Nedenleri, Yöntemleri, Amaçları, Teknikleri, Sonuçları ve İMKB Şirketleri Üzerine Ampirik Bir Çalışma, Doktora Tezi Ankara 2004, S. 183 vd. (Kısaltma: *Finansal Bilgi Manipülasyonu*).

düzenleyen yeni bir kanunun çıkartılması yönünde Kongre üzerinde baskı oluşturmuştur.<sup>39</sup>

Amerika'nın en büyük şirketlerinden olan ve enerji alanında faaliyet gösteren Enron Corporation, beklenmemesine rağmen 2001 yılının sonlarına doğru iflas etti. 40 ülkede faaliyet gösteren Enron'un iflasıyla, binlerce çalışan işsiz kaldı ve yatırımcılar milyonlarca dolar kaybettiler. Şirketin bağımsız denetimcisi şirketin muhasebe usulsüzlüklerini ortaya çıkarsaydı ya da şirket bilançooya yansıtılmayan işlemleri açıklasaydı, Enron'un çöküşü önlenmiş olacaktı.<sup>40</sup>

Enron skandalı, SOX Yasası'nın çıkartılmasına neden olmuştur. Buna ilave olarak, aynı dönemde gerçekleşen, telekomünikasyon şirketi olan WorldCom ve çeşitli ekipmanların üreticisi olan Tyco'nun benzer şekilde iflas etmeleri yasanın içeriğinin oluşmasında büyük rol oynamıştır. ABD'de SOX Yasası'nın düzenlenmesi, diğer ülkelere ve Türkiye'ye de örnek oluşturmuştur.

SOX Yasası, şirketlerin kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinin kapsamını genişletmiştir. Açıklama yapma yükümlülüklerinin artırılmasının amacı, şirketlerin şeffaflaşmasını sağlamak ve bu sayede yatırımcıların menfaatlerini korumak olarak özetlenebilecektir. Ancak bu düzenlemeler, şirketlere ekstra maliyet yüklediği için, Sox Yasası'nın eleştirilerin hedefi haline gelmesine neden olmuştur.<sup>41</sup> Ayrıca küçük ölçekli şirketlerin, söz konusu maliyetlerin altından kalkamayacağı ileri sürülmüştür.<sup>42</sup>

---

<sup>39</sup> Macey, Jonathan, S. 397, vd.

<sup>40</sup> Macey, Jonathan, S. 411, vd., Gordon ve Diğerleri.

<sup>41</sup> Enron skandalında, yöneticilerin finansal açıklamalara gereken özeni göstermediği ve yanlış bilgilerin kamuya paylaşıldığı anlaşıldı. Bu durum kamuyu aydınlatma hükümlerine aykırılığın sonucunda verilecek cezai yaptırımların, caydırıcı olmadığını ortaya koydu. SOX Yasası'yla birlikte, cezai yaptırımlar artırıldı ve zorunlu açıklamanın kapsamı genişletildi. Bkz. Macey ve Diğerleri, S. 397, vd. ve 411, vd.

<sup>42</sup> Engel, Ellen, The Sarbanes-Oxley Act and Firms' Going-Private Decision, <<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0165410106000723>>, Erişim Tarihi: 18.02.2017.

<sup>43</sup> Macey, Jonathan, S. 417 vd..



SOX Yasası'nın getirdiği değişiklikleri şu şekilde sıralayabiliriz:<sup>44</sup> (i) Finansal raporların, yöneticiler tarafından onaylanması ve yöneticiler tarafından gerektiği zamanda ve kapsamlı olarak finansal açıklamaların talep edilmesi gerekmektedir. Finansal sonuçlardan ve federal vergi belgelerinden üst düzey yöneticiler sorumlu tutulmaktadır. (ii) şirketler, finansal sonuçlara doğrudan ya da dolaylı olarak etki eden veya etkileyebilecek herhangi bir şey hakkındaki bilgileri derhal ve eksiksiz olarak kamuya açıklamak zorundadır. şirketler, kamuya yapacakları açıklamaları SEC üzerinden gerçekleştirir. (iii) Tüm halka açık şirketlerin, finansal raporlama için iç kontrol sistemi kurması gerekmektedir. Yıllık raporlarda, bu sistemlerin etkinliği yönetim tarafından değerlendirilir. Buna ilave olarak, denetim komitesinin değerlendirmeleri şirketlerin dış denetçileri tarafından denetlenir. (iv) Denetim komitesi üyeliği için daha katı standartlar belirlenmiştir. Denetim komitesinin tüm üyeleri bağımsız olmalıdır ve şirketler tarafından komite üyelerinin en az birinin finansal uzman olduğu kamuya açıklanmalıdır<sup>45</sup>. (v) İçeriden öğrenenlerin ilişkileri, işlemin gerçekleştiği ayın sonunu takip eden iki gün içerisinde açıklanmalıdır. (vi) Yeni suçlar tanımlanmış ve mevcut olanların cezaları arttırılmıştır. Düzenlenen yeni suçlar, belgede sahteciliğe ilişkindir. Yanlış finansal raporları bilerek açıklayan yöneticiler, 5 milyon dolar para cezası ve/veya 20 yıllık hapis cezasıyla karşı karşıya kalacaklardır<sup>46</sup>. Finansal

---

<sup>44</sup> Macey, Jonathan, S. 417.

<sup>45</sup> Türk mevzuatında, Seri X No: 22 Sermaye Piyasasında Bağımsız Denetim Standartları Hakkında Tebliğ'in 22 maddesinde, payları borsada işlem gören anonim ortaklıklara, en az iki üyeden oluşan denetim komitesi kurma zorunluluğu getirilmiştir. Ancak SOX Yasası'nda olduğu gibi, üyelerin bağımsız olması ve üyelerden en az birinin finansal uzman olması şartları düzenlenmemiştir.

<sup>46</sup> SERPK'nın 112. Maddesinde, finansal tablo ve raporları gerçeği yansıtmayan şekilde düzenleyenlerin ile yanlış veya yanıltıcı bağımsız denetim ve değerleme raporu düzenleyenler ile düzenlenmesini sağlayan ihraççıların sorumlu yönetim üyelerinin veya sorumlu yöneticilerinin, CMK kapsamında özel belgede sahtecilik suçunu işlediklerine hükmedilmiştir. CMK m. 207 uyarınca özel belgede sahtecilik suçunu işleyen kişilere 1 yıldan 3 yıla kadar hapis cezası uygulanır. Öte yandan SERPK md. 103'te, SERPK'ya dayanılarak yapılan düzenlemelere, belirlenen standart ve formlara ve Kurulca alınan genel ve özel nitelikteki kararlara aykırı hareket eden kişilere SPK tarafından 30.961 ila 387.009 arasında (2018 yılı için) idari para cezası verileceği hükme bağlanmıştır. Yükümlülüklere aykırı hareket eden kişinin bir özel hukuk tüzel kişininin organ veya temsilcisi olması veya organ veya temsilcisi olmamakla birlikte bu tüzel kişininin faaliyeti çerçevesinde görev

raporlamaya ve açıklama yapmaya ilişkin cezai yaptırımlar, 1934 tarihli AMBK'ya nazaran daha da arttırılmıştır.<sup>47</sup>

SOX Yasası ve SEC tarafından yapılan ayrıntılı düzenlemeler uyarınca, halka açık şirketler, sözleşme yükümlülüklerin miktar ve zamanlamalarını, kamuya açıklamak zorundadırlar.<sup>48</sup> Sözleşmeden doğan yükümlülükler, 1 yıldan az, 1 ile 3 yıl arasında, 3 ve 5 yıl arasında ve beş yıldan fazla dönemler şeklinde tablolştırılarak, kamuya açıklanmalıdır. Sözleşmeden doğan yükümlülükler, uzun vadeli borçlar, satın alma yükümlülükleri, faaliyet kiralamarları şeklinde sıralanabilir.<sup>49</sup> Şirketler yönetim kontrolünde gerçekleşen durumları da kamuya paylaşmalıdır. Buna göre, yönetimdeki değişiklikler ve %10 ve daha fazla oranda paya sahip olan hissedarların, pay oranlarındaki değişimler kamuya duyurulmalıdır<sup>50</sup>.

Şirketler, açıklamalarını hem kendi internet sitelerinde hem de SEC'in internet siteleri aracılığıyla gerçekleştireceklerdir. Türkiye'de de kurumsal yönetim ilkelerinde şirketlerin kendi internet sitelerini kurmaları finansal bilgi ve raporları buradan kamuya paylaşması düzenlenmiştir.

## **5. Dodd-Frank Wall Street Reformu ve Tüketicinin Korunması Yasası (the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010)**

---

üstlenen bir kişi olması hâlinde, ayrıca tüzel kişi hakkında da idari para cezası verilecektir. Görüldüğü gibi, Türk mevzuatındaki idari para cezası tutarı ve hapis cezası, SOX Yasası'nda düzenlenenden azdır. Faile zararı tazmin borcunun da yükletildiğini düşündüğümüzde, ülkemizdeki idari para cezası tutarının yerinde olduğunu düşünmekteyiz. Hapis cezası hususunda ise korunmak istenen hak ile failin çarptırıldığı ceza arasında ölçülü olunması kanaatiyle, ABD'de düzenlenen hapis cezasının yüksek olduğunu düşünmekteyiz. Ancak caydırıcılığın sağlanması amacıyla CMK'de yer alan ceza süresinin uzatılmasının faydalı olabileceği kanısındayız.

<sup>47</sup> Küçüksozen, Cemal, Finansal Bilgi Manipülasyonu, S. 245.

<sup>48</sup> Gordon ve Diğerleri, S. 13.

<sup>49</sup> Gordon ve Diğerleri, , S. 14.

<sup>50</sup> Özkul, Levent, ABD Sermaye Piyasalarında Yaşanan Son Gelişmelerin ve ABD'de Yürürlüğe Giren 2002 Tarihli Sarbanes Oxley Kanunu'nun Türk Sermaye Piyasası Açısından Değerlendirilmesi, SPK Yeterlilik Etüdü Nisan 2003, S. 13

ABD’de büyük ekonomik krizler ve sistemde mevcut olan eksikliklerden kaynaklanan, kamuoyunda ses getiren skandalların ardından, sistemsel ihtiyaçların giderilmesi, sistemde mevcut olan boşlukların doldurulması amacıyla yasal düzenlemeler gerçekleştirilmiştir. Yukarıda da değindiğimiz gibi, 1929 yılında meydana gelen büyük buhran, ardından 1933 ve 1934 yıllarındaki yasal düzenlemeleri tetiklemiştir. Yine Enron skandalıyla, sistemde eksikliklerin mevcudiyeti fark edilmiş ve Sarbanes Oxley Yasası oluşturulmuştur.

2008 yılında, finans sektöründen kaynaklanan ekonomik kriz, ABD ekonomisini ve hatta diğer ülke ekonomilerini etkilemiştir. Söz konusu kriz sonrasında, sistemdeki pürüzlerin giderilmesi için ABD Kongresi Dodd-Frank Wall Street Reformu ve Tüketicinin Korunması Yasası (Dodd-Frank Yasası) oluşturulmuş ve Temmuz 2010’da Başkan Obama tarafından yasa onaylanmıştır.

Dodd-Frank Yasası’nın amacı, "finansal sistemde hesap verilebilirlik ve şeffaflığın geliştirilerek Amerika Birleşik Devletleri’nde finansal sağlamlığının artırılması, ‘batmayacak kadar büyük’ anlayışına son verilmesi, ekonomik durumu kötüye giden finansal şirketlerin kurtarılmasına son verilerek vergi ödeyen vatandaşların korunması ve tüketicilerin kötüye kullanılan finansal hizmetlerden korunması” şeklinde giriş bölümünde belirtilmiştir.<sup>51</sup> Kısaca Dodd-Frank Yasası’nın amacının finansal kuruluşları ve yatırımcıları korumak olarak söylenebilecektir.

## **B. İngiltere**

Yukarıda ilgili bölümde de belirttiğimiz gibi, kamuyu aydınlatma ilkesi ilk olarak İngiltere’de ortaya çıkmıştır. Bu aşamaya gelinmesi için, anonim ortaklıklar ve sermaye piyasaları alanında, tarihsel süreç içerisinde,

---

<sup>51</sup> Levent, Cüneyt, Küresel Finans Krizi Sonrasında Sermaye Piyasalarında Şeffaflığın Artırılması: Türkiye Örneği, 6. International Conference on Eurasian Economies, 9-11 Eylül 2015, Rusya.

küçük adımlar atılarak, büyük yollar kat edilmiştir. Sözünü ettiğimiz bu sürecin, yaklaşık 8 asır öncesinden başladığını söyleyebiliriz.<sup>52</sup>

İngiltere’de, Kral I. Edward döneminde, menkul kıymetlere ilişkin ilk düzenleme gerçekleştirilmiştir.<sup>53</sup> 1285 yılında yapılan bu düzenlemeye göre, menkul kıymet alım satım faaliyetinde bulunan kişilerin, belediyeden ruhsat alması gerekmektedir. Düzenleme, kamuyu aydınlatma ilkesine ilişkin, doğrudan bir hüküm içermemekteyse de ilk düzenleme olma önemine sahiptir.

## 1. 1720 Tarihli Bubble Act

18. yüzyıla gelindiğinde, İngiltere’de ortaklıklar hukukuna ilişkin, günümüz anlamıyla düzenlemeye rastlamak güçtü. Bu dönemde, İngiltere’nin sömürgecilik faaliyetine hız kazandırması, doğru orantılı olarak, ortaklıkların gelişimini de etkilemiştir. Bank of England, South Sea Company, Royal Assurance gibi finansal şirketler, bu dönemde güç kazanmıştır.<sup>54</sup> Savaşlar sonrasında nakde ihtiyaç duyan İngiliz hükümeti ve güneye yayılmak isteyen ortaklıklar, çok sayıda tahvil çıkararak, piyasalara hareketlilik kazandırmıştır.<sup>55</sup> Ortaklıkların güç kazanması ve düzenlemelerin yetersiz olması, yatırımcıları zarara uğratan skandalları da beraberinde getirmiştir. Daha çok zengin olma hayali kuran iş adamlarının, tüccarların, soyluların kurduğu ve kısa zamanda değeri yükselen şirketler, yine bir o kadar kısa süre içerisinde değer kaybına uğramışlardır.<sup>56</sup> Bu dalgalanmalı durum, “saman alevi” ya da “sabun köpüğü” olarak adlandırılmıştır.<sup>57</sup>

---

<sup>52</sup> İhtiyar, Mustafa, S. 11.

<sup>53</sup> İhtiyar, Mustafa, S. 11

<sup>54</sup> Harris, Lon, the Private Origins of Private Company: Britain 1862-1907, Oxford Journal of Legal Studies, Vol 33, no. 2 2013, S. 343. Sheehy, Venedict, the Trouble With Stockjobbers: the South Sea Bubble, the Press and Legislative Regulations of the Markets (2008) Newcastle Law Review, S. 117.

<sup>55</sup> Sheehy, S. 117, 118.

<sup>56</sup> İhtiyar, Mustafa, S. 11.

<sup>57</sup> İhtiyar, Mustafa, S. 11.

Bu dönemde, “South Sea Balonu” (“South Sea Bubble”) olarak adlandırılan bir kriz meydana gelmiştir.<sup>58</sup> İngiltere ve İspanya aralarında bir anlaşma yapmışlar ve bu anlaşma çerçevesinde, İspanya, Güney Denizi’nde ticaret yapma imtiyazını İngiltere’ye tanımıştır. İngiliz Hükümeti, bu imtiyazı South Sea Company’ye vermiş ve bu şirketi tekel haline getirmiştir. South Sea Company’nin edindiği bu imtiyaz, yatırımcıların şirkete yatırım yapmalarını sağlamıştır. Şirket yöneticileri etkin kampanya yürütmeleri sayesinde yatırımcı sayısını arttırmışlardır. Zamanla İspanya ile İngiltere’nin ilişkilerinin bozulması, Güney Denizi’ndeki köle ticaretinden beklenen gelirin elde edilmemesi ve yayılan abartılı haberlerin asılsız olduğunun öğrenilmesi, South Sea Company’nin hisse değerinin düşmesine, yani South Sea balonunun patlamasına neden olmuştur. Bu kriz nedeniyle birçok yatırımcı zarar görmüştür. Bunun üzerine, 1720 yılında, Bubble Act yasalaştırılmıştır.

Bubble Act ile birlikte, düzenlemelere uygun olmayan sözleşmeler aracılığıyla halktan para toplayan kişiler için ağır cezai yaptırımlar düzenlenmiştir.<sup>59</sup> Ayrıca, kanunun ihlal edilmesinin sonucunda da ağır yaptırımlar düzenlenmiştir.<sup>60</sup>

## 2. 1844, 1856 ve 1867 Tarihli Kanunlar

1844, 1856 ve 1867 yıllarında yürürlüğe konulan kanunlarla, kamuyu aydınlatma ilkesine ilişkin düzenlemeler getirilmiştir. Bu düzenlemeler uyarınca, yatırımcılara hesaplar hakkında bilgi verilmesi için bir form oluşturulmuş, şirketin akdettiği sözleşmeleri izahnamede belirtmesi öngörülmüş, izahnamedeki usulsüzlüklerden kimleri sorumlu olacağı açıkça belirtilmiştir.<sup>61</sup>

---

<sup>58</sup> Sheehy, S. 118., İhtiyar, Mustafa, S. 11

<sup>59</sup> İhtiyar, Mustafa, S. 12.

<sup>60</sup> İhtiyar, Mustafa, S. 11.

<sup>61</sup> İhtiyar, Mustafa, S.11

1844 tarihli Yasa'da, yönetim kurulu üyelerine genel kurulda pay sahiplerine genel bir bilanço sunma zorunluluğu getirilmiştir.<sup>62</sup> Pay sahipleri tarafından seçilen denetçiler, sunulan bilançoğu inceleyerek, pay sahiplerine rapor sunmaları gerekliliği düzenlenmiştir. Ancak, bilançonun nasıl hazırlanacağı, neleri içereceği gibi düzenlemelere yer verilmemesi eleştirilmiştir.<sup>63</sup>

1856 tarihli Yasa ile, bilançonun neleri içermesi gerektiği ve nasıl olması gerektiği düzenlenmiş, söz konusu bilançonun pay sahiplerinin onayına sunulmasına hükmedilmiştir.<sup>64</sup> Ayrıca, şirketin muhasebe kayıtlarının ve bilançosunun denetçiler tarafından denetlenmesi zorunluluğu getirilmiştir.<sup>65</sup>

19. yüzyılda, şirketleri kamuya açıklamaya iten borsaların düzenlemeleriydi<sup>66</sup>. En büyük borsa olan Londra Menkul Kıymetler Borsası (the London Stock Exchange) kendisine kote şirketlerden, bilançolarını ve mali tablolarını kamuya açıklamasını istemekteydi. Sermayesi geniş tabana yayılan ortaklıklar, gönüllü olarak, basın aracılığıyla, bilanço özetlerini açıklamaktaydı.<sup>67</sup>

### **3. 1890 Tarihli Yasa (the Director's Liability Act of 1890)**

1889 yılında, İngiliz mahkemesi tarafından verilen Derry V. Peek kararı, 1890 tarihli Yasa'nın çıkartılmasına temel oluşturmuştur.<sup>68</sup> Karara

---

<sup>62</sup> Nopier, Christopher, the History of the Financial Reporting in United Kingdom, Chapter 13, "United Kingdom", in Gary Previts, Peter Walton & Peter Wolnizer (eds) A Global History of Accounting, Financial Reporting and Public Policy (Bingley: Emerald, 2010), S. 254.

<sup>63</sup> Nopier, Christopher, S. 450.

<sup>64</sup> Nopier, Christopher, S. 451.

<sup>65</sup> Nopier, Christopher, S. 451

<sup>66</sup> Nopier, Christopher, S. 451.

<sup>67</sup> Nopier, Christopher, S. 451.

<sup>68</sup> Culby, John E., Civil Liabilities Under the Securities Act of 1933, Washington University Law Review Vol 19 Issue 1, Ocak 1933,

konu olan olayda, bir tramvay şirketi, belediyeden imtiyaz aldığını izahnamesinde belirtmiştir. Buna güvenen çok sayıda yatırımcı, şirkete yatırım yapmıştır. Şirketin hisseleri 100 Sterlin dolaylarındaiken, izahnameden sonra 1000 Sterlin'e kadar yükselmiştir.<sup>69</sup> Kısa bir süre sonra, izahnamedeki bilginin gerçeği yansıtmadığı ortaya çıkmıştır. Zarar gören yatırımcılar, şirket yöneticilerinin aleyhine dava açmışlardır. Lordlar Kamarası, şirket yöneticilerinin halkı kandırma amacı gütmeyeceğini ileri sürerek, sorumlu tutulamayacaklarını belirtmiştir. Bu karar eleştirilere neden olmuş; bunun üzerine 1890 tarihli Anonim Şirket Yöneticilerinin Sorumluluğu Hakkında Yasa (the Director's Liability Act of 1890) düzenlenmiştir.

Anonim Şirket Yöneticilerinin Sorumluluğu Hakkında Yasa, şirket yöneticilerinin kasten veya ihmalen, izahnamede gerçeğe aykırı bilgi vermeleri halinde, yöneticileri sorumlu tutmaktadır.<sup>70</sup> Bu kanun, kamuyu aydınlatma ilkesi için önemli bir adım teşkil etmektedir.<sup>71</sup>

#### **4. 1948 Tarihli Şirketler Yasası (the Company Act of 1948)**

1942 yılında, İngiliz Hükümeti, şirketler hukukuna ilişkin bir rapor hazırlanması için, Cohen Komitesi'ni kurmuştur.<sup>72</sup> Cohen Komitesi'nin hazırladığı raporda, kurumsal yönetim kurallarının geliştirilmesini ve finansal açıklamanın kapsamının genişletilmesini önermiştir. 2. Dünya savaşı nedeniyle, Komite'nin görüşleri 1948 yılında kanunlaştırılabilmiştir.<sup>73</sup> 1948 tarihli Şirketler Yasası ile, finansal açıklamaların ve grup şirketlerin açıklama yükümlülüklerinin kapsamı genişletilmiştir.<sup>74</sup>

---

<[http://openscholarship.wustl.edu/law\\_lawreview/vol19/iss1/4](http://openscholarship.wustl.edu/law_lawreview/vol19/iss1/4)> Erişim Tarihi: 26.08.2017, S. 72, vd., İhtiyar, Mustafa, S. 12.

<sup>69</sup> İhtiyar, Mustafa, S. 12.

<sup>70</sup> Culby, John, S. 72, İhtiyar, Mustafa, S. 12.

<sup>71</sup> İhtiyar, Mustafa, S. 12.

<sup>72</sup> Nopier, Christopher, S. 460, İhtiyar, Mustafa, S. 12.

<sup>73</sup> Nopier, Christopher, S. 460.

<sup>74</sup> Nopier, Christopher, S. 460.

## C. Avrupa Birliği Dzenlemeleri

AB kurulduğu günden günümüze, kişilerin, malların ve hizmetlerin, Avrupa sınırları içerisinde serbestçe dolaşmasını hedeflemiştir.<sup>75</sup> Bu amaç doğrultusunda, sermaye piyasalarına ilişkin ülke dzenlemelerinin benzer kılınması için birden çok yönerge çıkartılmıştır.<sup>76</sup> AB'nin sermaye piyasalarına ilişkin dzenlemelerinin bir kısmı kamunun aydınlatılmasına yöneliktir.

Avrupa Birliği'nde kamunun aydınlatılmasına ilişkin olarak izahnamenin borsaya kote edilmesi için gerekli bilgilerin verilmesi, ortaklıkların mali tablo ve raporları ile bağımsız denetim raporlarının duyurulması, menkul kıymetlerin değerlerini etkileyebilecek olay ve gelişmelerin açıklanması, menkul kıymetlerle spekulatif kazançların engellenmesi, ihraççı ortaklıklar ve bunların menkul kıymetleri hakkında doğru ve yaniltıcı olmayan bilgilerin eşit olarak yatırımcılara ulaştırılmasını kapsadığını söyleyebiliriz.<sup>77</sup> Söz konusu dzenlemelerin temel amacı, menkul kıymetlerin ye ülke piyasalarında sağlıklı işlem görmesi ve yatırımcının koruması şeklinde ifade edilebilir.

### Kamunun Aydınlatılmasına İlişkin Başlıca AB Yönergeleri

05.03.1979 tarih ve 79/279/EEC sayılı Borsa Resmi Kotuna Alınacak Menkul Kıymetlerin Kotasyon şartlarının Koordinasyonu'na İlişkin Yönergesi (79/279/EC No'lu Yönerge) ıkartılmıştır. 79/279/EC No'lu Yönerge yatırımcıların korunmasına ilişkin ereveyi oluşturmakta ve Avrupa Birliği sınırları içerisindeki ihraççıların menkul kıymetleri borsaya kote etme

---

<sup>75</sup> Sunger, Todd A., Harmonization of Securities Market Regulations in the European Union: Is the Price Tag Too High? 1998, <<http://scholarlycommonS.law.cwsl.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1284&context=cwilj>>, Erişim Tarihi: 1.5.2018, S. 3.

<sup>76</sup> Sunger, Todd, S. 3, Lannoo, Karel, Khachatryan, Arman, Disclosure, Ceps Task Force Report No. 48, Ekim 2003, <<https://www.cepS.eu/system/files/book/1062.pdf>>, S.13.

<sup>77</sup> Kara, M. Sencer, S. 72.



şartlarını kolaylaştıran hükümleri içermektedir. Söz konusu yönergenin, AB içerisinde yeknesak bir sermaye piyasası oluşturulması için atılan ilk adım olduğu söylenebilir.<sup>78</sup>

79/279/EC No'lu Yönerge ile borsaya kote edilme standartları asgari olarak belirlenmiş, ortaklıkların ve ihraççılara sermaye yeterliliği yükümlülüğü getirilmiştir. İhraççı ortaklıklar, pay sahiplerinin eşit bilgilere ulaşmasını sağlamakla yükümlü kılınmıştır. Pay sahiplerine, genel kurullar hakkında bilgi verilmeli ve toplantılarda oy haklarını kullanabilmeleri sağlanmalıdır. Menkul kıymetin değerini etkileyecek gelişmelerin, menkul kıymetin sağladığı haklara ilişkin değişikliklerin ve ihraççı ortaklığın ortaklık yapısındaki değişikliklerin mümkün olan en kısa sürede kamuya açıklanması gerekmektedir.<sup>79</sup> 79/279/EC No'lu Yönerge, 2001/34/EC No'lu Yönerge ile yürürlükten kaldırılmıştır.

17.04.1989 tarih ve 89/298/EEC sayılı Menkul Kıymetlerin Halka Arzı Sırasında Yayımlanacak Olan İzahnamenin Hazırlanması, İncelenmesi ve Dağıtımını İle İlgili Şartların Koordinasyonuna İlişkin Konsey Yönergei (89/298/EC No'lu Yönerge) çıkartılmıştır.

Yatırımcıların menkul kıymetlerin alım satımında karşılaşacakları risklere karşı korunması amacıyla, 89/298/EC No'lu Yönerge, menkul kıymetlerin arzı sırasında, hazırlanacak izahnamenin içeriğini belirlemektedir.<sup>80</sup> Yönerge uyarınca, ihraççıya ve ihraç edilen menkul kıymetlere ilişkin tam ve doğru bilgilerin zamanında açıklanması gerekmektedir. Bir üye ülkede menkul kıymetin halka arzı için düzenlenen izahname, aynı menkul kıymetin, diğer üye ülkede halka arzı için de kullanılabilir.<sup>81</sup> İhraççı ortaklıkların varlıkları ile borçları, finansal durumları, kâr ve zarar hesapları ve ihraç edilen menkul kıymetlerin vereceği

---

<sup>78</sup> ESME report on MiFID and admission of securities to official stock exchange listing [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/esme/05122007\\_mifid\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/esme/05122007_mifid_report_en.pdf) (Kısaltma: ESME Report), S. 1, Langoo, S. 13.

<sup>79</sup> Lannoo, Karel, Khachatryan, Arman, S. 14, Kara, M. Sencer, S. 72.

<sup>80</sup> Lannoo, Karel, Khachatryan, Arman, S.19, Kara, M. Sencer, S. 73.

<sup>81</sup> Lannoo, Karel, Khachatryan, Arman, S.19, Kara, M. Sencer, S. 73.

haklar konusunda tam ve yeterli bilgileri içermesi gereken izahnameler, halka arzdan önce yatırımcıların incelemesine sunulmalıdır.<sup>82</sup>

89/298/EC No'lu Yönerge bazı halka arzlar için ortaklıklara izahname hazırlama yükümlülüğünden muafiyet tanımıştır. Bu durum şu şekilde açıklanmıştır: “Örneğin menkul kıymetlerin, aynı sektörde faaliyet gösteren gerçek ya da tüzel kişilere halka arzında; menkul kıymetlerin, tahsisli olarak halka arzında; halka arz edilen menkul kıymetlerin yatırımcı başına en az 50.000 Avroluk bir bedelle satın alınmasında; profesyonel yatırımcılara arz edilen ya da profesyonel yatırımcıların kendi adları ya da başka profesyonel yatırımcılar adına işlem yaptıkları menkul kıymetlerin arzında izahname yayımlanmaz.”<sup>83</sup>

1999 yılında Avrupa Komisyonu tarafından, Avrupa'da tek bir finansal piyasanın oluşturulması için alınacak önlemleri içeren Finansal Hizmetler Eylem Planı oluşturulmuştur.<sup>84</sup> Söz konusu eylem planının altında yatan düşünce, tek bir finansal piyasanın Avrupa ekonomisinin rekabet gücünü arttırmada önemli bir faktör olacağı düşüncesidir. Mart 2000 tarihinde, Lizbon Avrupa Komisyonu, bu eylem planını kabul etmiştir ve 2005 yılına kadar Avrupa finansal piyasalarının bütünleştirilmesi için gerekli önlemlerin alınmasını kararlaştırmıştır. Komisyon, borsa şirketlerince hazırlanan finansal raporların niteliğinin geliştirilmesi, raporlama sıklığının artırılması, açıklanacak bilgilerin seviyesinin belirlenmesi, Avrupa muhasebe sisteminin modernleştirilmesi, uluslararası muhasebe standartlarının benimsenmesi gibi bir dizi hedefi öngörmüştür.<sup>85</sup>

Bu eylem planı çerçevesinde, sermaye piyasasına ilişkin düzenlemelerin tek başlık altında toplanması amacıyla, 79/279/EC No'lu

---

<sup>82</sup> Lannoo, Karel, Khachaturyan, Arman, S. 19.

<sup>83</sup> Kara, M. Sencer, S. 73.

<sup>84</sup> European Commission Internal Market Directorate, Towards And EU Regime on Transparency Obligations of Issuers Whose Securities are Admitted to Trading On A Regulated Market Consultation Document of the Services of the Internal Market Directorate General, 11.07.2001, <[http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/transparency/consultation1/euregime\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/transparency/consultation1/euregime_en.pdf)>, Erişim Tarihi: 1.05.2018. (Kısaltma: EC: A Regulated Market Consultation Document) S. 1.

<sup>85</sup> Kara. M. SEncer, S. 72.

Yönerge, 82/121/EC No'lu Yönerge ve 88/627/EC No'lu Yönerge yürürlükten kaldırılarak, 28.5.2001 tarih ve 2001/34/EC sayılı Menkul Kıymetlerin Resmi Borsa Kotuna Kabulüne ve Bu Kıymetlerle İlgili Olarak Yayınlanacak Bilgilere İlişkin Yönerge çıkarılmıştır.

2001/34/EEC No'lu Yönerge, menkul kıymetlerin kote edildikleri dönem boyunca yatırımcılara yeterli ve doğru bilgilerin zamanında verilmesini ve borsalarda menkul kıymetlerin sağlıklı bir şekilde işlem görmesini sağlayarak, yatırımcıların korunmasını amaçlamaktadır.<sup>86</sup> Yönerge'in kapsamına, merkezi Avrupa Birliği'ne üye ülkelerde olmayan ancak AB üyesi ülkelerdeki borsalara menkul kıymetlerini kote eden ihraççılar da girmektedir.<sup>87</sup>

“2001/34/EEC Nolu Yönerge uyarınca, halka açık şirketler, varlıklarını, mali durumlarını ve yükümlülüklerini etkileyecek yeni gelişmelere ilişkin bilgileri, mümkün olan en kısa süre içerisinde, kamuya açıklaması gerekmektedir.<sup>88</sup> Eğer açıklanacak bilgiler, şirketin menfaatlerine zarar verecekse, yetkili otorite tarafından, şirkete muafiyet tanınabilir.<sup>89</sup>

2018 yılına gelindiğinde, Eylem Planı çerçevesinde hazırlanan Yönergeler üye devletler tarafından yürürlüğe konulmuş ve hatta üyeliğe başvuru aşamasında olan Türkiye tarafından da söz konusu Yönergeler dikkate alınarak yeni düzenlemelere gidilmiştir. Bu kapsamda, ülkemizde şirketler hukuku alanında hem TTK hem de SERPK oluşturulmuştur. Ayrıca, SPK AB'nin ilgili kurumlarıyla eş güdümlü çalışarak, ikincil mevzuat düzeyinde de güncellemeye gitmiştir.

## **D. Türk Mevzuatı ve Tarihsel Gelişimi**

### **1. Osmanlı Devleti Dönemi**

---

<sup>86</sup> Kara, M. Sencer, S. 72.

<sup>87</sup> Kara, M. Sencer, S 73.

<sup>88</sup> Schon, Wolfgang, Corporate Disclosure in a Competitive Environment - The Quest for a European Framework on Mandatory Disclosure, 6 J. Corp. L. Stud, 2006, S. 267.

<sup>89</sup> Schon, Wolfgang, S. 267.

Osmanlı Devleti'nin ekonomik yapısını incelediğimizde, yapılacak yatırımlara fon sağlayan kuruluşlar olarak vakıfları görmekteyiz.<sup>90</sup> Vakıflar, ticari faaliyetlerden ziyade, sosyal yatırımları desteklemektedirler. Osmanlı Devleti'nde faaliyet gösteren bankaları ancak 19'uncu yüzyılda görebilmekteyiz. Bunlar da yabancı sermayeyle kurulan bankalardır.

Dönemdaşı olan Avrupa ve ABD sermaye piyasalarıyla kıyaslandığında, az sayıda kişi tarafından gerçekleştirilen küçük işlemlerden meydana gelen Osmanlı sermaye piyasasının yetersizliği ve zayıflığı net olarak ortaya çıkmaktadır.<sup>91</sup> Batıdan gelen yabancı sermaye sahipleri, İstanbul'da yaşayan azınlıklar ve çok az sayıda yerli sermaye sahipleri, Osmanlı Devleti'nde ticari olarak etkinlik gösteren gruplardır.<sup>92</sup> Sermaye piyasalarında aktif olarak bu üç grup yer almaktadır. Ekonominin çok az bir kısmını oluşturan sanayi üretimi bu gruplar tarafından karşılanmakta; yapılan üretim iç pazarın ihtiyaçlarını bile karşılayamamaktadır. İşte bu yetersiz yapı, Osmanlı Devleti'nde sermaye piyasalarının zayıf kalmasına neden olmaktadır. Zayıf ve yetersiz sermaye piyasaları, bu alanda hukuki düzenlemelerin gelişip serpilmesinde de besleyici kaynak sağlayamamaktadır.

Osmanlı Devleti'nde gerçekleşen sermaye piyasası işlemlerini üç grupta tasnif etmek mümkündür.<sup>93</sup> Sanayi devrimiyle birlikte Avrupa'da kurulan ve zamanla halka arz edilen büyük anonim şirketlerin hisse ve tahvilleri Osmanlı azınlıkları tarafından alınmış ve bu hisse ve tahviller Galata bankerlerince el değiştirmiştir. Tanzimat'la birlikte Türk tacirler de bu hisse ve tahvillere ilgi göstermişlerdir. Kırım Harbi döneminde ve daha sonrasında Osmanlı Devleti tarafından çıkartılan tahvillerin ise ikinci grup işlemleri oluşturduğu söylenebilir. Yaptığımız gruplandırmada üçüncü grup işlemleri, Osmanlı Devleti'nde faaliyet gösteren yabancı şirketlerin ve

---

<sup>90</sup> İhtiyar, Mustafa, S. 38.

<sup>91</sup> Küçüksözen, Cemal, Yatırımcının Korunması, S. 67, İhtiyar, Mustafa, S. 38, 39.

<sup>92</sup> Sermaye Piyasası Kurulu 30. Yıl Kitapçığı 2012 (SPK 30. Yıl Kitapçığı)

<<http://www.spk.gov.tr/duyurugoster.aspx?aid=20120907&subid=0&ct=c>>, Erişim Tarihi: 05.08.2017, S. 19. İhtiyar, Mustafa, S. 38.

<sup>93</sup> Küçüksözen, Cemal, Yatırımcının Korunması, S. 67, 68. İhtiyar, Mustafa, S. 38, 39.

Meşrutiyet’le birlikte kurulan yerli şirketlerin tahvil ve hisse senetleri oluşturmaktadır.

Osmanlı Devleti sermaye piyasalarında görülen bu küçük kıpırdanmaların hukuki düzenlemelere de yansması olmuştur. 1864 yılında Galata bankerleri tarafından bir dernek kurulmuş, 1866 yılında çıkartılan bir nizamname ile bu derneğe, “Dersaadet Tahvilat Borsası” adı verilmiş ve resmi statü kazandırılmıştır.<sup>94</sup> 1906 yılında çıkartılan bir nizamname ile adı “Esham ve Tahvilat Borsası” olarak değiştirilmiş; bu isimle cumhuriyet yönetimine miras bırakılmıştır.<sup>95</sup>

Osmanlı Devleti düzenlemelerinde, kamuyu aydınlatma ilkesinin, günümüz anlamıyla yer aldığını söylemek pek mümkün değildir.<sup>96</sup> Ancak Esham ve Tahvilat Borsası tarafından çıkartılan tüzükte kamuyu aydınlatma ilkesinin yansması olarak görülebilecek bazı düzenlemeler yer almaktadır. Tüzük uyarınca, yabancı şirketler her yıl finansal tablolarını bir ya da birkaç gazetede yayınlacaklar (bu zorunluluk yerli şirketlere getirilmemiştir), borsada işlem gören şirketlerin genel kurullarına borsanın görevlendireceği bir komiser katılacak ve yatırımcıları yanıltacak yanlış ve eksik bilgi verenler idari ve cezai yaptırımla karşı karşıya kalacaklardır.<sup>97</sup>

## 2. Cumhuriyet Dönemi

Türkiye’de, Cumhuriyet’in kurulmasından sonra, 1. Dünya Savaşı ve Kurtuluş Savaşı’nın yaralarını taşıyan zayıf bir ekonomi vardı.<sup>98</sup> Zayıf Türk ekonomisine bir darbe de 1929 yılında tüm dünyayı sarsan ekonomik kriz indirmiştir. Sermayeye sahip olmayan halktan özel girişimde bulunması beklenemeyeceğinden, bu dönemde devletçi ekonomi anlayışı kaçınılmaz

<sup>94</sup> SPK 30 Yıl Kitapçığı S. 19, Küçüksözen, Cemal, Yatırımcının Korunması, S. 67 – 69, İhtiyar, Mustafa, S. 39.

<sup>95</sup> Küçüksözen, Cemal, Yatırımcının Korunması, S. 69. İhtiyar, Mustafa, S. 39.

<sup>96</sup> İhtiyar, Mustafa, S. 45

<sup>97</sup> İhtiyar, Mustafa, S. 42 –45.

<sup>98</sup> Cumhuriyet’in Osmanlı İmparatorluğu’ndan aldığı ekonomik miras için Bkz. Kazgan, Gülten, Türkiye Ekonomisinde Krizler (1929-2009) Ekonomik Politik Açısından Bir İnceleme, İstanbul, 3. Baskı, 2010, S. 44 vd.

olarak benimsenmiş ve devlet yatırımları ön plana çıkmıştır. Bu durumun doğal sonucu olarak, borsa gelişme kaydedememiştir.<sup>99</sup>

İstanbul'da yer alan, Osmanlı Devleti Dönemi'nde kurulan Esham ve Tahvilat Borsası 1938 yılında yapılan düzenlemeyle Ankara'ya taşınmış ve borsaya "Kambiyo, Esham ve Tahvilat Borsası" adı verilmiştir. Ankara'da faaliyetlerinin durma noktasına gelmesi sonucunda, borsa 1941 yılında tekrar İstanbul'a nakledilmiştir. 1958 yılında, borsanın döviz işlemlerini T.C. Merkez Bankası'na devretmesi, borsanın zaten dar olan işlem kapasitesini iyice düşürmüştür.

1960'lara gelindiğinde, Türk ekonomisinde holdingler<sup>100</sup> kurulmaya başlamış ve bu durum borsa için can suyu olmuştur. Bu süreçte, halka yönelik yatırım araçları ortaya çıkmış ve bankalar etkin rol oynamaya başlamıştır. Türkiye Sınai Kalkınma Bankası tarafından çıkartılan borçlanma araçları, Hürriyet İstikrazı Tahvilleri, tasarruf bonoları borsaya hareketlilik katan işlemler olmuşlardır. Mevzuatın yetersiz olması HASTAŞ olayı<sup>101</sup>, banker olayı<sup>102</sup> gibi yatırımcıların büyük ölçüde zarar görmesine yol açan olayların patlak vermesine yol açmıştır. 1960'lardan 1980'lere kadar geçen süreçte hem sermaye piyasasındaki küçük hareketlenmeler hem de yatırımcıların zarar görmesine yol açan olumsuz olaylar sermaye piyasalarını düzenleyen

---

<sup>99</sup> SPK 30. Yıl Kitapçığı S. 22

<sup>100</sup> Koç, Sabancı, Eczacıbaşı gibi gruplar bu tarihlerde ortaya çıkmıştır. Ayrıntılı bilgi için Bkz. Kazgan, S. 205 vd.

<sup>101</sup> 1967 yılında Türkiye'de birkaç müteşebbis sağlık alanında faaliyet gösteren Hastaş adında bir şirket kurmuşlar, bu şirketin büyük gelir elde edeceği yönünde reklamlar yapmışlar ve hisselerini halka arz etmişlerdir. Daha sonra gerekli yatırımları gerçekleştiremeyen Hastaş iflas etmiş; bunun sonucunda da birçok küçük yatırımcı zarar görmüştür. Bkz. İhtiyar, Mustafa, S. 62, Küçüksözen, Yatırımcıların Korunması S. 93.

<sup>102</sup> Üst üste yaşanan devalüasyonlar ve şirketlerin öz sermayelerinden çok borçlanması, piyasada para sıkıntısına yol açmıştır. Piyasadaki finansman sorunu, bankerlerin ortaya çıkmasına ve çoğalmasına neden olmuştur. Bankerler, şirketlerden nominal değerinin altında aldıkları tahvilleri, nominal değerinin üstünde yatırımcılara satmışlar ve bankalardan aldıkları mevduat sertifikalarını yatırımcılara pazarlamışlardır. Zamanla bu yöntemlerde finansman sıkıntısını çözmemiş ve bankerler kendi imzalarını taşıyan senetleri halka satmışlardır. Bankerlerin söz konusu yöntemlerle finansman sağladıkları şirketler, bunları ödeyememiş ve şirketlerin birçoğu tasfiye olmuşlardır. Sermaye piyasasındaki yetersiz düzenlemenin ve denetimsizliğin yol açtığı bu olay, birçok yatırımcının zarar görmesine neden olmuştur. Bkz. Küçüksözen, Cemal, Yatırımcının Korunması, S. 74, 75. İhtiyar, Mustafa, S. 49.

bir kanunun çıkartılmasına olan ihtiyaı arttırmış ve kanunun doğumunu hızlandırmıştır.<sup>103</sup>



---

<sup>103</sup> SPK 30. Yıl Kitapçığı, S. 22.

### 3. 2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu

30 Temmuz 1981 tarihinde yayınlanan 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu (“ESERPK”) sermaye piyasalarını düzenleyen ilk kanuni düzenleme olarak ortaya çıkmıştır. ESERPK ile birlikte Sermaye Piyasası Kurulu (“SPK”) kurulmuş; sermaye piyasalarının gözetim, denetim ve geliştirilmesinden SPK sorumlu tutulmuştur. ESERPK’nın tasarruf sahiplerinin sermaye piyasalarına katılımının sağlanmasını, piyasa aktörlerinin hak ve yükümlülüklerini düzenlemeyi ve finansal piyasaların açık, güvenli, istikrarlı ve etkin çalışmasını sağlamayı amaçladığı söylenebilir.

ESERPK’da izin sisteminin mi, kamuyu aydınlatma sisteminin mi benimsendiği öğretilerde tartışılmaktadır. Azınlıkta kalan görüşe göre, ESERPK, kamuyu aydınlatma sistemini benimsemiş; 1992 tarihinde yapılan değişiklikle bunun kapsamı genişletilmiştir.<sup>104</sup> ESERPK’da, bilanço, kar-zarar hesabı, yıllık rapor, denetçi raporu gibi dönemsel kamuyu aydınlatma düzenlemelerine yer verilmiş; yapılan değişiklikten sonra, sürekli kamuyu aydınlatma düzenlenmiş ve hisse senedi toplama girişiminde bulunmasında, pay dağılımının önemli ölçüde değişmesine yol açan pay devirlerinde, menkul kıymetin değerini etkileyebilecek durumlarda kamunun aydınlatılması gerekliliği düzenlenmiştir.<sup>105</sup>

Öğretilerde çoğunluk tarafından benimsenen ikinci görüş ise ESERPK’da izin sisteminin düzenlendiğini, 1992 yılında yapılan değişiklikle, kamuyu aydınlatma sistemine geçildiğini savunmaktadır.<sup>106</sup> ESERPK uyarınca, halka açık ortaklıklar, halka arz için SPK’ya başvurmakta, SPK gereklilik, yeterlilik ve kaynaklar arası denge gibi unsurları incelemekte ve kamu yararı ve halkın istismarı gibi sebeplerle halka arz taleplerini

---

<sup>104</sup> Yanlı, Veliye, Anonim Ortaklıklarda Tüzel Kişilik Perdesinin Kaldırılması ve Pay Sahiplerinin Ortaklık Alacaklılarına Karşı Sorumlu Tutulması, İstanbul 2000 (*Kısaltma: Tüzel Kişilik Perdesinin Kaldırılması*), S. 82.

<sup>105</sup> Yanlı, Veliye, Tüzel Kişilik Perdesinin Kaldırılması, S. 82, 83.

<sup>106</sup> SPK 30. Yıl Kitapçığı, S. 27, 28, İhtiyar, Mustafa, S. 50, Küçüksözen, Yatırımcıların Korunması, S. 93, 94.



reddetmektedir. Bu düzenlemeler SPK'ya geniş takdir yetkisi vermekte ve bu durum izin sisteminin mevcudiyetini göstermektedir.

Hangi yaklaşımın daha isabetli olduğunu anlamak için SERPK'nın ilgili maddelerini incelemek yararlı olacaktır. SERPK'nın 4'üncü maddesi, "halka arz izni" başlığını taşımakta ve menkul kıymetlerin arzı için kuruldan ihraççıların izin alması düzenlenmektedir. Hem içerikten hem de başlıktan maddenin izin sistemini benimsediği anlaşılmaktadır.<sup>107</sup> Ayrıca 1992 yılında yapılan değişiklikle, söz konusu madde kayda alma esasları şeklinde düzenlemeye gidilerek, kamuyu aydınlatma sistemine geçilmiştir.

5'inci maddede ise kamu yararı ve halkın istismarı sebepleriyle halka arz taleplerinin kurul tarafından reddedilebileceği düzenlenmiştir. Bu maddeyle kurula geniş bir yetki tanınmış, bu da SERPK'nın kamuyu aydınlatma sisteminden uzaklaşarak, izin sistemine yaklaştığını savunanlar için bir dayanak oluşturmuştur.<sup>108</sup>

SERPK'nın 22. maddesi de izin sistemini savunan yazarlara dayanak oluşturacak niteliktedir. Kurulun görev ve yetkilerini düzenleyen maddede kurula, halka arza izin verme yetkisi tanınmıştır.<sup>109</sup> Anlaşılacağı gibi, bu madde de izin sistemini ortaya koymaktadır.

Yukarıda yer verdiğimiz maddeleri göz önünde tuttuğumuzda, ESERPK'nın izin sistemini benimsediği kanaatine sahip olmaktadır. Çünkü düzenleyici otoritenin yetkilerini ve inceleme kapsamını belirlemek, izin sistemi ile kamuyu aydınlatma sisteminin arasındaki farkı belirlemek için temel teşkil etmektedir.<sup>110</sup> Bu açıdan baktığımızda, değişiklik öncesi SERPK'nın kurula kamu yararı, halkın istismarı, yeterlilik, kaynaklar arası denge gibi sebeplerle halka arz taleplerini reddedebilme yetkisi vermesi, geniş yetki tanıdığını ortaya koymaktadır.

---

<sup>107</sup> Küçüksözen, Cemal, Yatırımcının Korunması, S. 93, İhtiyar, Mustafa, S. 50.

<sup>108</sup> İhtiyar, Mustafa, S. 50, Küçüksözen, Cemal, Yatırımcının Korunması, S. 93.

<sup>109</sup> Çanakçı, Ekrem, Türk Sermaye Piyasasının Gelişimi Üzerine Değerlendirmeler, Atatürk'ün 125. Doğum Yılına Armağan Cilt: 1, Sermaye Piyasası Kurumu, Ankara 2007, S. 194.

<sup>110</sup> İhtiyar, Mustafa, S. 53, Çanakçı, Ekrem, S. 194, 195.

#### 4. 1992 Tarihli Değişiklik Sonrası

Yukarıda da bahsettiğimiz gibi, ESERPK izin sistemini benimsemiş<sup>111</sup>; her türlü menkul kıymetin halka arzında SPK'dan izin alınması zorunluluğunu getirmiştir. Serbest piyasa ekonomilerinde uygulaması zor olan izin sisteminden, 1992 yılında ESERPK'da yapılan değişiklikle ayrılarak, kamuyu aydınlatma ilkesini benimseyen kayıt sistemine geçilmiştir.<sup>112</sup>

Yatırımcıların korunmasını amaçlayan ESERPK'nın 16/a maddesinde, yatırımcıların menkul kıymetlere ilişkin önemli bilgileri zamanında ve doğru bir şekilde elde etmeleri için hisse senetleri borsalar ve teşkilatlanmış diğer piyasalarda işlem gören anonim ortaklıklar açısından kamuyu aydınlatma yükümlülüğü getirilmiştir. Buna göre, hisse senetleri borsalar ve teşkilatlanmış diğer piyasalarda işlem gören anonim ortaklıkların yönetim kurulu üyeleri, genel müdür ve genel müdür yardımcıları, sermayenin %10 veya daha fazlasına sahip pay sahipleri, hisse senetlerine ilişkin bilgileri, SPK'ya, borsalara ve teşkilatlanmış diğer piyasalara bildirmekle yükümlüdür. SPK ise bu madde çerçevesinde tebliğler çıkararak, yatırımcıların doğru ve zamanında bilgi elde edebilmesi için gerekli yükümlülükleri düzenlemiştir.

2000li yılların başında, ABD'de meydana gelen skandallar sonrasında Düzenlenen SOX Yasası'nın diğer ülkelere olduğu gibi, ülkemize de yansımaları olmuştur. Bağımsız denetim, iç denetim, iç kontrol ve kurumsal yönetim düzenlemelerinde SOX Yasası'ndan etkilenilmiştir.

SOX Yasası'nın Türkiye'ye yansımaları ilk olarak bağımsız denetim konusunda görülmüştür. SPK, Sermaye Piyasasında Bağımsız Denetim Tebliği'ni revize etmiş daha sonra 2003 yılında halka açık şirketler için kurumsal yönetim ilkererini yayınlamıştır. Bağımsız Denetim Tebliği'nde yapılan değişikliklerle, halka açık şirketlerin bir bağımsız denetim şirketiyle

<sup>111</sup> ESERPK'da halka arz için izin sisteminin benimsenmesinin, yukarıda da sözünü ettiğimiz banker olayından kaynaklandığı ileri sürülmektedir. Bkz. Çanakçı, S. 194.

<sup>112</sup> Yanlı, Veliye, Kamunun Aydınlatılması, S. 2.

çalışma süresi beş yıla sınırlandırılmış, bağımsız denetim şirketine denetçisi olduğu şirkete danışmanlık vermesi yasaklanmış, halka açık şirketlere denetim komitesi kurma zorunluluğu getirilmiş, halka açık şirketlerin yönetim kurullarına finansal tablolar ile yıllık raporların SPK'nın muhasebe standartları ile genel kabul görmüş muhasebe ilkelerine uygun olarak hazırlandığı, sunulduğu ve gerçeğe uygun ve doğru olduğu hususunda ayrı bir karar alma zorunluluğu getirilmiştir<sup>113</sup>. 2012 yılına gelindiğinde de yasa koyucu, TTK'ya kurumsal yönetim ilkelerini ilk defa eklemiştir.

## 5. 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu

21'inci yüzyıla gelindiğinde, ESERP, piyasaların ve şirketlerin ihtiyaçlarını karşılayamaz noktaya gelmiştir. Hem çağın gerekleri hem de köklü değişiklikler yaşayan diğer mevzuat gelişmeleri yeni bir sermaye piyasası kanununun hazırlanmasını kaçınılmaz hale getirmiştir. Bu sebeplerden ötürü, 6362 Sayılı yeni Sermaye Piyasası Kanunu ("SERPK") 30 Aralık 2012 Tarihli Resmî Gazete'de yayınlanarak yürürlüğe girmiştir.<sup>114</sup>

SERP'nin düzenleme amacı, 1'inci maddede "sermaye piyasasının güvenilir, şeffaf, etkin, istikrarlı, adil ve rekabetçi bir ortamda işleyişinin ve gelişmesinin sağlanması, yatırımcıların hak ve menfaatlerinin korunması için sermaye piyasasının düzenlenmesi ve denetlenmesidir" şeklinde ifade edilmiştir. SERP bir çerçeve oluşturmuştur. SPK bu çerçeveyi tamamlayacak ve kanunu daha anlaşılır kılacak düzenlemeleri gerçekleştirecektir. Nitekim günümüzde birçok konuya ilişkin tebliğler SPK tarafından oluşturulmuştur.

SERP birçok değişikliği beraberinde getirmiştir. SERP ile birlikte çıkartılacak izahnamelerin kurul tarafından onaylanması sistemine geçilmekte, ihraççıların sorumluluğu artırılmakta, halka açık ortaklık

<sup>113</sup> Küçüksözen, Cemal, Finansal Bilgi, S. 250, Vd.

<sup>114</sup> SERP'nun Genel Gereğesi'nde de görülebileceği gibi, 2008 yılında küresel çapta gerçekleşen finansal kriz sonrasında, ABD ve AB'de gerçekleştirilen hukuki düzenlemeler ve ülkemizde yürürlüğe giren TTK, SERP'nun doğumunda önemli role sahiptir.

sayılmam kriteri olarak belirlenen pay sahibi sayısı 250'den 500'a çıkarılmakta, halka açık ortaklıkların kendi paylarını belirlenen şartlar dahilinde satın alabilmeleri ve rehin olarak kabul edebilmeleri düzenlenmektedir. SERPK ile pay sahiplerine ayrılma hakkı tanınmış, pay alım teklifi sonrası belirli bir pay oranına ulaşan ortaklara, kalan azınlığı ortaklıktan çıkarma hakkı ve pay alım teklifi sonrasında azınlık haline gelen pay sahiplerine paylarını ortaklığa satma hakkı verilmiştir. Yatırımcıların korunması açısından incelendiğinde, Yatırımcı Tazmin Merkezi'nin kurulması (SERPK m. 83.), örtülü kazanç aktarımı yasağına ilişkin ayrıntılı düzenlemeye gidilmesi (SERPK m. 21), özel durumların açıklanmasına ilişkin ilgililer açısından müteselsil sorumluluk getirilmesi (SERPK m. 32/1), kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumlulukların arttırılması (SERPK m. 32) ön plana çıkan düzenlemelerdir.

SERPK'da "Kamunun Aydınlatılmasına İlişkin Esaslar" şeklinde ikinci bölüm düzenlenmiştir. Söz konusu bölüm altında, "Finansal Raporlama ve Bağımsız Denetim" başlığıyla 14'üncü madde ve "Kamunun Aydınlatılmasında Özel Durumlar" başlığıyla 15'inci madde yer almaktadır.

SPK, yukarıda belirttiğimiz iki maddeyi dayanak alarak, dört tebliğ çıkarmıştır. Söz konusu tebliğlerden ikisi finansal raporlamaya ilişkindir. Diğer ikisi ise özel durumların kamuya açıklanmasına ilişkindir.

Yatırım fonları ile konut finansmanı ve varlık finansmanı fonları dışında kalan ihraççılar ve sermaye piyasası kurumları tarafından düzenlenecek finansal raporlar ile bunların hazırlanması ve ilgililere sunulmasına ilişkin ilke, usul ve esasları belirlemek amacıyla, Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliğ<sup>115</sup> (II-14.1) çıkartılmıştır. Yatırım fonları tarafından düzenlenecek finansal raporlar ile bunların hazırlanmasına ve ilgililere sunulmasına ilişkin ilke, usul ve esasları belirlemek amacıyla ise Yatırım Fonlarının Finansal Raporlama Esaslarına İlişkin Tebliğ<sup>116</sup> (II-14.2) çıkartılmıştır.

<sup>115</sup> 13/6/2013 tarihli ve 28676 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanmıştır.

<sup>116</sup> 30/12/2013 Tarih ve 28867 (Mükerrer) sayılı Resmî Gazete'de yayımlanmıştır.

Yatırımcıların zamanında, tam ve doğru bilgilendirilerek sermaye piyasasının güvenilir, şeffaf, etkin, istikrarlı, adil ve rekabetçi bir ortamda işleyişini sağlamak amacıyla sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek nitelikteki bilgi, olay ve gelişmelerin kamuya açıklanmasına ilişkin usul ve esasları düzenlemek maksadıyla, Özel Durumlar Tebliğ<sup>117</sup> (II-15.1) çıkartılmıştır. Payları borsada işlem görmeyen halka açık ortaklıkların yatırımcılarının zamanında, tam ve doğru bilgilendirilerek sermaye piyasasının güvenilir, şeffaf, etkin, istikrarlı, adil ve rekabetçi bir ortamda işleyişini sağlamak amacıyla sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek nitelikteki bilgi, olay ve gelişmelerin kamuya açıklanmasına ilişkin usul ve esasları düzenlemek maksadıyla ise Payları Borsada İşlem Görmeyen Ortaklıklara İlişkin Özel Durumlar Tebliğ<sup>118</sup> (II-15.2) çıkartılmıştır.

---

<sup>117</sup> 23/1/2014 tarih ve 28891 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanmıştır.

<sup>118</sup> 23/1/2014 tarih ve 28891 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanmıştır.

## İKİNCİ BÖLÜM

### KAMUYU AYDINLATMANIN TANIMI MUHATAPLARI VE TÜRLEİ

#### I. TANIMI, AMACI, TÜRLEİ VE İŞLEVLERİ

##### A. Tanımı

İngilizce “disclosure”, Almanca “Puplizitaet” kelimelerinin Türkçe karşılığı olarak “kamuyu aydınlatma” ifadesi kullanılmaktadır. “Disclosure” ve “Puplizitaet” kelimeleri, açma, açıklama, ifşa etme, bildirme ve bilgi verme, aleniyet, açıklık, umumun malumu olma şeklinde çevrilmektedir.

Kamuyu aydınlatma ilkesinin tanımı, öğretilde en ayrıntılı ve tüm muhatapları kapsayıcı şekilde, Tekinalp tarafından yapılmıştır. Yazar kamuyu aydınlatma ilkesini, “ortaklık pay sahiplerinin ve alacaklılarının menfaatlerini korumaya ve haklarını bilinçli ve etkili bir şekilde kullanmaya yardım eden; gelecekteki pay ve tahvil sahiplerinin ve sermaye piyasasının diğer ilgililerinin aldatılmalarını önleyip, ortaklık yararına kazanılmalarını sağlayan; özel ekonomik gücün, milli iktisadi gereklerine ve faydalarına uygun çalışmasını gerçekleştiren; gerek iç, gerek dış denetimi kapsamı içine alan, ilkelerin tümü”<sup>119</sup> şeklinde tanımlamaktadır<sup>120</sup>.

Konuya ilişkin mevzuata bakıldığında, ilkenin tanımını ortaya koyan herhangi bir hükme ulaşılamamaktadır. SERPK’nın kamuyu aydınlatma ilkesini içeren 14 ve 15’inci maddelerinde ve diğer hükümlerinde kamuyu

<sup>119</sup> Tekinalp, Ünal, Kamunun Aydınlatılması S. 53. Öğretildeki diğer tanımlar için bkz. İhtiyar, Mustafa, S. 95 vd.

<sup>120</sup>

<sup>120</sup> Öğretildeki diğer tanımlar için Bkz. İhtiyar, Mustafa, S. 95, Vd.

aydınlatma ilkesinin tanımına yer verilmemiştir.<sup>121</sup> Kanun koyucu aynı tutumu ESERPK'da da sergilemiştir. Kanun koyucunun, tanımlama yapmaktan kaçınarak, ilkeyi sınırlamadığını, ilkenin gerçekleşen değişimlere uyum sağlamasının önünü açtığını söylemek mümkündür.<sup>122</sup>

## B. Amacı

Kamuyu aydınlatma ilkesi hem menkul kıymet piyasasında ticaret yapan küçük yatırımcının korunmasını hem de küçük yatırımcının eşit bilgiye ulaşmasıyla piyasada adil düzenin sağlanmasını amaçlamaktadır. Kamuyu aydınlatma yükümlülüğü aracılığıyla menkul kıymet hakkında doğru ve gerçeğe uygun bilginin paylaşılması, piyasanın güvenilirliğini artırır. Bu tür piyasalar, küçük yatırımcının rahat hareket etmesini sağlar. Bir başka açıdan da kamunun aydınlatılmasıyla, küçük yatırımcıya erişemeyeceği bilgileri sunmak, piyasadaki eşitliği sağlar. Şu hususu netleştirmek gerekir ki, kamunun aydınlatılması, yatırımdan doğan riski bertaraf etmez. Sadece yatırımcının muhtemel riski öngörebilmesine yardımcı olur.<sup>123124</sup> Çünkü sermaye piyasasında riski sıfıra indirmek mümkün değildir. Sadece, yatırımcıya gerekli bilgiler verilerek, onun sağlıklı değerlendirme yapması sağlanır.<sup>125</sup>

Kamuyu aydınlatma ilkesinin bir başka amacının, menkul kıymetin fiyatının doğru olarak belirlenmesi olduğu söylenebilir. İhraççının ihraç ettiği menkul kıymetler hakkında doğru ve gerçek bilgilerin açıklanması, menkul

---

<sup>121</sup> Aynı anlayış ABD Hukuku'nda da mevcuttur. Kamuyu aydınlatma ilkesini düzenleyen 1933 tarihli AMKK ve 1934 tarihli AMBK kamuyu aydınlatma ilkesinin tanımına yer vermemektedir.

<sup>122</sup> İhtiyar, Mustafa, S. 95.

<sup>123</sup> Eroğlu, Cengiz Alp, Kurumsal Yönetim İlkeleri Çerçevesinde Kamunun Aydınlatılması, Sermaye Piyasası Kurulu Kurul Yeterlilik Etütleri, 2003, S. 6, 7.

<sup>124</sup> Kamuyu aydınlatma sistemi, bu yönüyle izin sisteminden ayrılır. İzin sisteminde idari otorite, yatırımcıyı hileli davranışa karşı korur. Kamuyu aydınlatma sisteminde ise, yatırımcıya yeterli ve doğru bilgi verilerek, onun gerekli değerlendirmeyi yapması beklenir.

<sup>125</sup> Öğretide, bu durumun daha net anlaşılması için, yatırımcılar seçmene, halka açık ortaklık ise siyasi iktidara benzetilmiştir. Buna göre, seçmenlerce siyasi iktidarın incelenmesi gibi, yatırımcı da halka açık ortaklığı izlemeli, değerlendirmeli ve kararını değerlendirmesinin sonucuna göre vermelidir. Bkz. İhtiyar, Mustafa, S. 93.

kıymetin fiyatının belirlenmesinde etkili olur. Menkul kıymetin fiyatının doğru olarak tespit edilmesiyle ise, ekonomik kaynakların iyi değerlendirilmesi sağlanır.

## C. İşlevleri

Kamuyu aydınlatma sisteminin, bilgilendirici, koruyucu ve caydırıcı olmak üzere üç işlevi vardır.

### 1. Bilgilendirici İşlev

İlgili piyasa aktörlerine, ihraççı ve ihraç hakkında gerekli bilgilerin verilmesi sağlanmaktadır.<sup>126</sup> Yatırımcı, yatırımına ilişkin kararını, ortaklık hakkında edindiği bilgiler doğrultusunda şekillendirir. Örneğin; ortaklıkta alınan kararların yaptığı yatırımın geleceğini etkileyeceğini düşünen yatırımcı, payını borsa marifetiyle elinden çıkarabilir.

Bazı yazarlar, ihraççının bilgileri açıklamasının, tedarikçileri, müşterileri ve diğer rakipleri açısından kamuya açıklayan ihraççının aleyhine sonuç doğurabileceğini belirtmektedir.<sup>127</sup> Kanımızca, tedarikçilerin ve müşterilerin daha çok pazarlık yapması veya rakiplerin ihraççının kazanç sağladığı iş koluna yönelmesi gibi ihraççının aleyhine olabilecek durumlara rağmen, halka arz aracılığıyla ihraççının dış finansman sağlaması bu aleyhe durumları bertaraf edebilecek niteliktedir. İhraççının kamuyu aydınlatması sayesinde, piyasada güvenilirliği artacak ve yatırımcıların ihraççının sermaye

---

<sup>126</sup> İhtiyar, Mustafa, S. 94., Kılıç, Semra, Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Bilgi Alma Hakkı, 2012, S. 77.

<sup>127</sup> Romano, Roberta, The Need for Competition in International Securities Regulation, 2 Theoretical Inquiries 387 2001, (*Kısaltma: International Securities Regulation*). Romano, Roberta, Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation, Yale L. J. 2359 1998, 107 (*Kısaltma: Empowering Investors*); Benston, George, Required Disclosure and the Stock Market: An Evaluation of the Securities Exchange Act of 1934, 63 American Economic Review 132 1973; Stigler, George, Public Regulation of the Securities Markets, 37 Journal of Business 117 1964; Kripke, Homer, The Sec and Corporate Disclosure: Regulation in Search of a Purpose (Law & Business), 1979.



piyasası araçlarına yönelmeleri söz konusu olacaktır. Özellikle, ar-ge ve inovasyon sebebiyle finansmana ihtiyaç duyan ilaç, otomotiv gibi sektörlerde faaliyet gösteren ihraççılar, kamuya açıklama yaptıkça finansman kuruluşlarının güvenini kazanacak ve finansman desteği alabileceklerdir.<sup>128</sup>

## 2. Koruyucu İşlev

Yatırımcıya, ihraç ve ihraççı hakkında yeterli bilgiler verilerek, yatırımcının piyasada meydana gelebilecek hileli ve aldatıcı davranışlardan korunması sağlanır.<sup>129</sup> Ayrıca, şirket hakkında kamuya doğru bilgilerin açıklanması, şirketin aleyhine ortaya atılan iddiaların önlenmesini de sağlar.<sup>130</sup> Böylelikle, şirkete yönelik yalan, yanlış ve aldatıcı nitelikteki haber ve spekülasyonlara karşı şirket korunacaktır.

Her ne kadar kamuya açıklanan bilgilerin yatırımcılar açısından bir koruma sağlamadığı ve bu yüzden boşa masraf yapıldığı ileri sürülse de<sup>131</sup>, ülkemizde olduğu gibi, hakimiyetin tek bir elde toplandığı piyasalarda, şirketin kamuya açıklama yapması şirket yönetiminin şeffaflığını sağlayacağı kanısındayız. Literatürde gerçekleştirilen araştırmalar, düzenlenen yasal yükümlülüklerle, kontrolün tek elde tutulduğu yönetimler arasında negatif bir etkileşimin olduğunu ortaya koymaktadır.<sup>132</sup> Kontrolün tek elde tutulduğu

---

<sup>128</sup> Ferrell, Allen, The Case for Mandatory Disclosure in Securities Regulation Around the World, Harvard John M. Olin Discussion Paper Series, Discussion Paper No. 492, Harvard Law School, 09/2004, S. 13 vd.

<sup>129</sup> İhtiyar, Mustafa, S. 94., Kılıç, Semra, S. 77.

<sup>130</sup> İhtiyar, bu kısmı “Muhataplar” bölümünde, “Şirketin Kendisi ve Yöneticiler” alt başlığında değerlendirmektedir. Bkz. İhtiyar, Mustafa, S. 99. Kanaatimizce, muhataplar bölümünde yer verdiğimiz ilgililer, elde ettikleri bilgileri analiz etmektedirler. Burada ise şirket bilgiden dolaylı olarak fayda sağlamakta, açıklanan bilgileri değerlendirme kapsamına almamaktadır.

<sup>131</sup> Romano, International Securities Regulation, S. 2, Romano, Empowering Investors: S. 107; Benston; Stigler; Kripke.

<sup>132</sup> Ferrell, La Porta, Rafael, Lopez-de-Silanes, and Shleifer, Andrei, Corporate Ownership Around the World, 54 Journal of Finance 471 1999 (*Kısaltma: Corporate Ownership*), La Porta, Rafael, Florencio-de-Silanes, and Andrei Shleifer, What Works in Securities Laws?, Working Paper 2004, (*Kısaltma: Securities Laws*), Leuz, Christian and Wysocki, Peter, Investor Protection and Earnings Management: An International Comparison, MIT Working Paper 2002, Bebchuk, Lucian, A Rent-Protection Theory of Corporate Ownership and Control, NBER Working Paper No. 7203, 1999.

şirketlerin yaygın görüldüğü ülkelerde, zorunlu kamuyu aydınlatma gibi yasal yükümlülüklerin getirilmesi, pay sahipliği kontrolünün geniş tabanlara dağılmasına neden olmaktadır.

### **3. Caydırıcı İşlev**

Gerekli bilgileri haksız ve eşit olmayan yollarla elde eden kötü niyetli kişilerin işlemlerine karşı uygulanacak cezai ve idari yaptırımlar aracılığıyla, bu işlemlerin önlenmesi sağlanır.<sup>133</sup>

### **D. Muhatapları**

İhraççının kamuya açıklayacağı bilgi, başta mevcut yatırımcıların menfaatleri olmak üzere, potansiyel yatırımcıların, ortaklık alacaklılarının, çalışanların ve devletin menfaatini ilgilendirir. Dolayısıyla yapılacak açıklamanın muhataplarını, çok geniş bir kesim oluşturmaktadır.

### **1. Yatırımcılar**

Yatırımcılar, ekonomik birikimlerini, çeşitli kaynaklara yönlendirerek, gelir elde etmeyi amaçlayan gerçek ve tüzel kişilerdir. Sermaye piyasası, yatırımcıların tasarruflarını değerlendirdikleri en önemli piyasalardan biridir. İhraççının çıkarttığı menkul kıymetler, yatırımcılar tarafından alınır. Buna birincil piyasa denir. İkincil piyasada ise yatırımcılar arasında menkul kıymet el değiştirir. Hem birincil piyasada hem de ikincil piyasada yatırımcılar bilgiye ihtiyaç duyarlar.

---

<sup>133</sup> İhtiyar, Mustafa, S. 94, Kılıç, Semra, S. 77.

## **a. Mevcut Yatırımcılar**

Şirketin ekonomik durumu ve işleyişi hakkında bilgi almak isteyen menfaat sahiplerinin en başında mevcut yatırımcılar gelmektedir. Tasarrufunu halka açık ortaklıkta değerlendiren yatırımcı, doğal olarak, ortaklığa ilişkin bilgileri de edinmek isteyecektir. Elde ettiği bilgiler çerçevesinde hareket edecek, gerekli gördüğünde pay oranını arttıracak; gerekli gördüğünde ise pay oranını azaltacak veya tüm payını elinden çıkaracaktır.

## **b. Potansiyel Yatırımcılar**

Ortaklık kamuyu aydınlatma yükümlülüğünü yerine getirerek, ileride ihraç ettiği menkul kıymeti almayı düşünen potansiyel yatırımcının önüne ortaklığın fotoğrafını koyar. Ortaklığın ekonomik durumunu, işleyişini ve faaliyetlerini gösteren bu fotoğraf, potansiyel yatırımcının tercihinde etkili olur. Yatırımcı, şirketlerin finansal durumlarını karşılaştırır. Gelirinin yüksek olacağını ve tasarrufunu riske atmayacağını düşündüğü ihraççının menkul kıymetlerini satın alır.

Potansiyel yatırımcılar, mevcut yatırımcılara nazaran daha geniş bir çevreyi ifade eder. Tasarrufunu sermaye piyasalarında değerlendirmek isteyen herkes, bir potansiyel yatırımcıdır. Dolayısıyla, tasarrufunu değerlendirmek isteyen potansiyel yatırımcı, doğru ve güvenilir bilgiye ihtiyaç duyar. Kamuyu aydınlatma ile bu ihtiyaç karşılanmış, sermaye piyasalarının güvenilirliği ve bu sayede gelişmesi sağlanmış olur.

## **2. Ortaklık Alacaklıları**

Ortaklığa borç veren alacaklılar, ortaklığın borçlarını ödeyeceği umudunu taşırlar. Ortaklığın ekonomik durumunun iyi olması onların umudunu pekiştirirken; ortaklığın ekonomik durumunun kötüleşmesi onları endişeye sürükleyecek ve alacağını elde etmek için ek tedbirler almaya

itecektir. Bu nedenle kamuyu aydınlatmanın muhatapları arasına ortaklık alacaklıları da girmiştir. Alacaklı, kamuya açıklanan bilgilerden şirketin sermaye durumu hakkında bilgi edinebilir. Potansiyel alacaklılar ise bu bilgileri değerlendirerek, ortaklıkla borç ilişkisi içine girip girmeme hususunu değerlendirir.

## **E. Türleri**

Kamuyu aydınlatmayı, özelliklerine göre, içerdiği bilgi bakımından, bilginin verilme zamanı bakımından ve zorunlu olup olmaması bakımından üç tür olarak kategorize edebiliriz.

### **1. İçerdiği Bilgi Bakımından**

#### **a. Şekli Anlamda Kamuyu Aydınlatma**

Kamuyu aydınlatma yoluyla açıklanacak bilgilerin muhataba ulaştırılması, kamunun tam anlamıyla aydınlatılmasını sağlayacaktır.<sup>134</sup> Bu durumu şekli anlamda kamuyu aydınlatma olarak adlandırabiliriz. Şekli anlamda kamunun aydınlatılması için, bilginin yayınlanması, bildirilmesi, ilan edilmesi ve tescil edilmesi gerekmektedir.<sup>135</sup> Ülkemizde, kamuyu aydınlatma ile yükümlü ortaklıkların, bilgilerini muhataplara ulaştırabilmesi için Kamuyu Aydınlatma Platformu (“KAP”) kurulmuştur.<sup>136</sup>

Mevzuat uyarınca, kamuyu aydınlatma yükümlülüğü olanların, açıklayacakları bilgileri KAP’a iletmeleri ve KAP aracılığıyla kamuya açıklamaları gerekmektedir. KAP’ın işletimi Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş.’ye aittir. KAP’ta yapılan bildirim türlerini, SPK’nın Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği kapsamında finansal raporları, SPK’nın Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Hakkında

<sup>134</sup> Yanlı, Veliye, Kamunun Aydınlatılması, S. 106., İhtiyar, Mustafa, S. 120.

<sup>135</sup> İhtiyar, Mustafa, S. 120.

<sup>136</sup> Bkz. <https://www.kap.org.tr/tr/>

Tebliğ'i kapsamında özel durum açıklamaları ve SPK, Borsa İstanbul ve MKK düzenlemeleri kapsamında kamuya açıklanması gereken diğer hususlar şeklinde sıralayabiliriz. KAP'ta açıklama yapacakların, elektronik sertifikaya sahip olması gerekmektedir. KAP'a başvuru usulü ve elektronik sertifikalara ilişkin düzenlemeler Kamuyu Aydınlatma Platformu Tebliği'nde<sup>137</sup> düzenlenmiştir.

## **b. Maddi Anlamda Kamuyu Aydınlatma**

Maddi anlamda kamuyu aydınlatma, şekli anlamda kamuyu aydınlatmanın aksine, yapılan açıklamanın özüyle ilgilenir.<sup>138</sup> Bu yönüyle şekli anlamda kamuyu aydınlatmayı tamamlar niteliktedir. Maddi anlamda kamunun aydınlatılması için, açıklanan bilgi, yatırımcıları yanıltır nitelikte olmamalı, doğru ve gerçek olmalıdır.

## **2. Bilginin Verilme Zamanı Bakımından**

### **a. Dönemsel (Periyodik) Kamuyu Aydınlatma**

Yapılan düzenlemelerle, ortaklıklara belirli dönemlerde kamuya açıklama yapma yükümlülüğü getirilir. Söz konusu dönemsel kamuyu aydınlatmalar, 3, 6 ve 9 aylık periyotlarda gerçekleşir. İçeriğini, şirketin finansal tabloları, bağımsız denetim raporları, yönetim kurulunun hazırladığı faaliyet raporları gibi tablo ve raporlar oluşturur. Bu yolla, ilgililer, ortaklığın karlılığı, verimliliği, yapacağı yatırımlar gibi konular hakkında bilgi edinmiş olur.<sup>139</sup> Ayrıntılı olarak, sürekli kamuyu aydınlatma kısmında inceleneceğinden, bu bölümde detaya girmiyoruz.

<sup>137</sup> Resmî Gazete Sayı 28864, Tarih 27.12.2013.

<sup>138</sup> Yanlı, Veliye, Kamunun Aydınlatılması, S. 107, İhtiyar, Mustafa, S. 120.

<sup>139</sup> İhtiyar, Mustafa, S. 164.

## **b. Derhal Kamuyu Aydınlatma**

Sermaye piyasası aracının değerini etkileyebilecek gelişmelerden, yatırımcılar zamanında haberdar olmak isteyeceklerdir. Alacakları bu bilgiler sayesinde, yaptıkları yatırımları gözden geçirme şansları olacaktır.<sup>140</sup> Bu tarz açıklamalar, dönemsel kamuyu aydınlatmada olduğu gibi belli periyotlarda değil, gelişmenin olduğu zaman, derhal gelişmenin kamuya açıklanması suretiyle yapılmaktadır. Derhal kamuyu aydınlatma, Türk Hukuku'nda Özel Durumlar Tebliği'nde düzenlenmiştir. Biz de özel durumların kamuya açıklanması kısmında daha ayrıntılı inceleyeceğiz.

## **3. Zorunlu Olup Olmaması Bakımından**

### **a. Zorunlu Kamuyu Aydınlatma**

Mevzuat gereği, ortaklıklar bilgilerini zorunlu olarak kamuya açıklamakla yükümlüdür. Bu durum zorunlu kamuyu aydınlatma (mandatory disclosure) olarak adlandırılmaktadır.<sup>141</sup> Zorunlu kamuyu aydınlatma düzenlemelerine uymayan ortaklıklar ve yöneticileri, mevzuatta düzenlenen yaptırımlarla karşı karşıya kalacaklardır.<sup>142</sup>

### **b. Gönüllü Kamuyu Aydınlatma**

Mevzuatta zorunlu olmamasına rağmen, çeşitli sebeplerle, ortaklıklar kamuya açıklama yapmak isteyebilirler. Bu durum gönüllü kamuyu aydınlatma (voluntary disclosure) olarak adlandırılmaktadır. Gönüllü kamuyu aydınlatma, ortaklığın kendi tercihiyle dayalı olduğundan, içeriği, şekli ve

---

<sup>140</sup> İhtiyar, Mustafa,, S. 165.

<sup>141</sup> İhtiyar, Mustafa S. 151.

<sup>142</sup> Zorunlu kamuyu aydınlatmaya ilişkin ayrıntılı bilgiler için bkz. Seligman, Joel, The Historical Need For a Mandatory Corporate Disclosure System, Journal of Corporation Law Volume 9 Fall 1983, No. 1, Easterbrook, H. Frank, Mandatory Disclosure and Protection of Investors, 70 Virginia Law Review 669, 1984.

zamanlaması ortaklığın kendi takdirine bağlıdır. Ancak, verilen bilgilerin, gerçek ve doğru olması gerekir.

## II. TTK KAPSAMINDA PAY SAHİBİNİN BİLGİ ALMA HAKKI İLE KAMUYU AYDINALTMA İLKESİNİN İLİŞKİSİ

### A. TTK Kapsamında Pay Sahibinin Bilgi Alma Hakkı

Bilgi edinme ve inceleme hakkı pay sahiplerine kullanma serbestisi çerçevesinde sunulan bireysel<sup>143</sup>, müktesep<sup>144</sup> ve bağımsız<sup>145</sup> nitelikte, genellikle birbirini tamamlayan veya teyit eden haklardır.<sup>146</sup> Bilgi edinme ve inceleme hakkı kullanılmasa dahi, özü itibariyle paya bağlı ve doğrudan yasadan kaynaklanan haklardan olmaları dolayısıyla pay sahiplerinin bu haktan vazgeçmeleri, feragat etmeleri veyahut esas sözleşme ya da genel kurul kararı ile bu haklardan mahrum bırakılmaları (müktesep hak) ya da haklarının sınırlandırılması mümkün değildir (TTK md. 437/6).<sup>147</sup> TTK m. 447 uyarınca, pay sahibinin bilgi alma, inceleme ve denetleme haklarını sınırlandıran genel kurul kararları batıldır.

<sup>143</sup> Bireysel haklar her pay sahibinin tek başına, yani herhangi bir orana ihtiyaç duymadan kullanabileceği genel kurula katılma, bilgi alma, oy kullanma, sorumluluk, iptal davaları açma gibi bireysel nitelikte olan hakları ifade etmektedir. Bkz. Pulaşlı, Şerhi, S. 1485, Poroy, Reha; Tekinalp, Ünal; Çamoğlu, Ersin, Ortaklıklar Hukuku, İstanbul 2013, S. 868, Dolu, Ali Murat, Anonim Ortaklıkta Pay Sahibinin Bilgi Alma ve İnceleme Hakkı, İstanbul 2017, S. 63, vd.

<sup>144</sup> Müktesep hak, değiştirilmesinde veya kaldırılmasında her pay sahibine veto hakkı tanınmış bulunan ve bu sebepten dolayı her değişiklik için pay sahiplerinin tümünün oybirliğinin aranacağı haklardır. Bkz. Pulaşlı, Şerhi, S. 1486, Tekinalp, Ünal, Yeni Anonim ve Limited Ortaklıklar Hukuku İle Tek Kişi Ortaklığın Esasları, İstanbul 2012, S. 197, (Kısaltma: *Ortaklıklar Hukuku*), Dolu, S. 78, vd.

<sup>145</sup> Bir hakkın bağımsız nitelik göstermesi, diğer haklar olmadan da kullanılabilmesi, diğer haklarla aynı sırada olması anlamına gelir. Bilgi alma hakkı, bağımsız hak özelliği sayesinde, oy kullanma, genel kurula katılma gibi haklardan ayrı kullanılabilir. Bkz. Dolu, S. 66, vd., Pulaşlı, Şerhi, S. 1487, vd.

<sup>146</sup> Dolu, Murat, S. 62, vd., Kaya, Arslan, S. 72, vd., Poroy, Tekinalp, Çamoğlu, S. 648, vd., Sayın, Hediye, Pay Sahibinin Haklarının Korunması Kapsamında Anonim Şirket Yönetim Kurulu Kararlarının Butlanı, Ankara 2015, S. 179, Kılıç, Semra, S. 39, vd.

<sup>147</sup> Poroy-Tekinalp-Çamoğlu, S. 870, Pulaşlı, Hasan, Şerhi, S. 1486, Dolu, Murat, S. 68, vd.

Pay sahipleri kendilerine tanınan bu hak kapsamında; (i) şirketin finansal ve konsolide finansal tabloları, (ii) yönetim kurulunun yıllık faaliyet raporu, (iii) şirket gelir tablosu ve bilanço, (iv) denetleme raporları, (v) yönetim kurulunun kar dağıtım önerisi, (vi) şirketin işleri, denetim yapılaş şekli ve sonuçları ve (vii) şirketin ticari defterleri ile yazışmaları hakkında bilgi edinme ve inceleme talebinde bulunabilirler (TTK md. 437/1).

TTK'nın 514. maddesi uyarınca yönetim kurulu, geçmiş hesap dönemine ait, Türkiye Muhasebe Standartlarında öngörölmüş bulunan şirketin finansal ve konsolide finansal tabloları ve yönetim kurulunun yıllık faaliyet raporunu, bilanço gününü izleyen hesap döneminin ilk üç ayı içinde hazırlar ve genel kurula sunar. Aynı maddenin gerekçesine göre, finansal tabloların, bilanço ile gelir, nakit alım ve öz sermaye tabloları ile eklerini kapsadığını belirtilmiştir. Bu kapsamda, (i) finansal ve konsolide tabloların, (ii) yönetim kurulunun yıllık faaliyet raporunun, (iii) şirket bilanço ve gelir tablosunun, nakit alım ve öz sermaye tabloları ile eklerinin, (iv) denetleme raporlarının ve (v) yönetim kurulunun kâr dağıtım önerisinin şirket yönetim kurulu tarafından genel kurul toplantısından en az 15 gün önce, şirketin merkez ve şubelerinde pay sahiplerinin bilgisine ve incelemesine hazır bulundurulması gerekmektedir. Pay sahiplerinin, inceleme hakkının bir sonucu olarak gelir tablosu ve bilançonun birer suretini alabilmeleri de mümkün kılınmıştır. Ayrıca finansal tablolar ile konsolide tablolar da bir yıl süreyle merkez ve şubelerde pay sahiplerinin kendi incelemeleri sonucu bilgi edinmelerini sağlayacak şekilde açık tutulacaktır.

Pay sahiplerinin soru sormaya dayalı bilgi alma hakları da mevcuttur.<sup>148</sup> Bunu müteakip pay sahipleri, genel kurulda yönetim kurulundan, şirketin işleri hakkında ve denetçilerden denetimin yapılaş şekli ve sonuçları hakkında bilgi edinme hakkına sahiptir. Bu durumda pay sahibinin bilgi alabileceği iki görevli ve sorumlu "ilgili" vardır ve bunlar yönetim kurulu ile denetçilerdir. Denetçinin bağımsızlığı, yani şirket bünyesi içinde olmayıp, dışarıdan denetimi sağlıyor olması onda bilgi verme

---

<sup>148</sup> Pulaşlı, Hasan, Şerhi, S. 1484.



yükümlülüğünün bulunmadığı anlamına gelmez. Kanun koyucu yönetici ve denetçileri pay sahiplerine genel kurulda talepleri üzerine bilgi vermekle mükellef kılmakla birlikte, bu bilginin ne şekilde verileceğini de hükmeye bağlamıştır. Buna göre; yönetim kurulu ve denetçiler, pay sahiplerini bilgilendirirken hesap verme, gerçeklik ve dürüstlük ilkelerine uygun olarak, özenli bir şekilde sorunun karşılığı niteliğini taşıyan cevapları, kural olarak sözlü şekilde, ancak gerektiği takdirde yazıyla güçlendirerek vermekle yükümlüdürler. Ayrıca eğer pay sahiplerinden herhangi birine genel kurul dışında bir konuda bilgi verilmişse, talep üzerine, aynı bilgi gündemde olmasa dahi aynı kapsam ve ayrıntıda, eşit işlem ilkesi uyarınca diğer pay sahiplerine de verilmek zorundadır.

Bilgi edinme ve inceleme hakkı, pay sahiplerine tanınan şirketin ticari defterleri ile yazışmalarının incelenmesi hakkını da kapsar.<sup>149</sup> Bu durumda yine, pay sahibinin gerektiği takdirde, ticari defter ve yazışmaları incelemesine ilişkin olarak genel kurulda bulunacağı bir talep, gündeme bağlılık ilkesinin istisnasını teşkil edecektir; ancak şunu da belirtmek gerekir ki her hâlükârda bilgi edinme hakkının inceleme hakkına dönüşmesi için genel kurulun izni gerekir. İzin alındığı takdirde, ticari defter veya yazışmaların bir uzman tarafından incelenmesine de onay verilmiş sayılır.

Bilgi edinme ve inceleme hakları, doğrudan pay sahiplerinin paylarıyla alakalı olması ve kanundan kaynaklanması sebebiyle kural olarak engellenemez olsa da istisnai olarak ortaklık sırrı veya korunması gereken diğer şirket menfaatleri mevcut olduğu takdirde bu hakların sınırlandırılması söz konusu olabilir.<sup>150</sup> Ancak bu sınırlandırma herhangi bir gerekçe sunulmaksızın, talep edilen bilgilerin yalnızca şirket sırrı veyahut da korunması gereken diğer şirket menfaatlerinin tehlikeye girebileceği ileri sürülerek yapılamaz. Söz konusu sırrın ya da menfaatin, şirket menfaatlerini tehlikeye düşürdüğü somut bir şekilde ortaya konarak ve ileri sürülen

<sup>149</sup> Pulaşlı, Hasan, Şerhi, S. 1484 vd.

<sup>150</sup> Pulaşlı, Hasan, Şerhi, S. 1496 vd., Dolu, Murat, S. 124 vd.

tehlikenin gerçekleşmesi ihtimalinin düzgünce gerekçelendirilmesi yoluyla sınırlandırma yapılabilir.

Ortaklık sırrı rakip şirketlerin bilmediği, öğrenmemesi gereken şirketin zararına kullanabileceği ve elde etmeye çalıştığı bir bilgi olarak değerlendirilmelidir.<sup>151</sup> Rakiplerin ulaşabileceği, çeşitli kaynaklar aracılığı ile elde edebileceği, verileri ve bilgileri kullanarak yorumlama veya değerlendirme yoluyla ulaşabileceği bilgiler ortaklık sırrı olamaz ve bu hallerde bilgi verme yükümlülüğünden kaçınılamaz.

Korunması gereken diğer şirket menfaatlerinden kasıt ise, şirketin menfaatlerinin zarara uğraması, şirket işletmesinin, bağlı şirketlerinin, müşteriler çevresinin, dağıtım kanallarının ve ilişkilerinin kayba uğraması veya bu nitelikte pek de uzak olmayan bir tehlikenin varlığıdır. Bahsedilen tehlikenin varlığı muhtemel olduğu takdirde pay sahiplerinin bilgi edinme ve inceleme talepleri reddedilebilir.<sup>152</sup> Bu noktada, pay sahibinin bilgilendirme hakkı ile şirketin menfaatini koruma arasındaki denge iyi korunmalıdır.

Anonim şirketlerde pay sahibinin bilgi alma ve inceleme hakkına ilişkin düzenlemeler emredici nitelikte kaleme alınmıştır. Bu nedenle, bu hakkın esas sözleşmeyle ve şirket organlarından birinin kararıyla kaldırılması ve sınırlandırılması mümkün değildir.

Pay sahiplerinin yukarıda incelenen bilgi edinme ve inceleme talepleri kanunda dava hakkı ile güçlendirilmiştir. Pay sahibinin bilgi edinme veya inceleme hakkı herhangi bir haklı gerekçe gösterilmeksizin reddedilirse, cevap verilmezse veya yeterli hesap verme ilkesine uymayan bir cevap verilirse pay sahibinin buna bağlı olarak dava açma hakkı vardır. Pay sahibi haksız yere engellenen bilgi edinme ve inceleme hakkını kullanabilmek için söz konusu hakkının reddedilmesini izleyen 10 gün içinde, diğer hallerde de makul bir süre sonra mahkemeye başvurarak engellenen hakkının kullanılmasına izin verilmesini talep edebilir (TTK md. 437/5). Bu durumda

---

<sup>151</sup> Dolu, Murat Ali, S. 129 vd.

<sup>152</sup> Dolu, Murat Ali, S. 144 vd.

görevli mahkeme asliye ticaret mahkemesi iken, yetkili mahkeme de şirketin merkezinin bulunduğu yer mahkemesidir (TTK md. 437/5). Uyuşmazlık basit yargılama usulüne tabidir ve basit yargılama usulüne göre görülen davalarda mahkeme kararı kesindir, yargı yolu kapalıdır. Eğer karar davacı pay sahibi lehine verilmişse, verilmekten kaçınılan bilginin pay sahibine genel kurul dışında söylenmesi veya gerekli bilgilerin genel kurul dışında pay sahibi tarafından incelenmesi mahkeme kararıyla sağlanabilir.

## **B. Pay Sahibinin Bilgi Alma Hakkı ile Kamuyu Aydınlatma İlkesinin İlişkisi**

Anonim ortaklık pay sahipleri, ortaklığın durumu hakkında bilgiye ihtiyaç duyarlar. Tarihsel süreç içerisinde, bilgi alma hakkı ve kamuyu aydınlatma yükümlülüğü pay sahiplerinin bu ihtiyacını karşılamaya yönelik araçlar olarak ortaya konulmuşlardır. Şirketlerin zaman içerisinde, çok ortaklı hale gelmesi ve halka açılması, kamuyu aydınlatma ilkesinin kapsamını genişletirken, bilgi alma hakkının kapsamını daraltmıştır. Her ne kadar bilgi alma hakkının kapsamının daraldığını söylesek de bilgi alma hakkına duyulan ihtiyacın tamamıyla ortadan kalktığını ya da kalkacağını söylemek mümkün değildir.<sup>153</sup> Çünkü kamuyu aydınlatma ilkesiyle, pay sahibinin ulaşmak istediği her türlü bilginin açıklanması söz konusu olamaz. Bu noktada, pay sahibinin menfaatiyle ilintili ve kamuyu aydınlatma ile açıklanmayan bilgiler, bilgi alma hakkı ve inceleme hakkıyla pay sahibi tarafından elde edilir. Ancak ortaklığın menfaati, pay sahibinin menfaatinden önce geldiğinden, bilgi alma hakkının sınırını ortaklık menfaati ve özellikle şirket sırrı kavramı oluşturur.<sup>154</sup>

---

<sup>153</sup> Kaya, Arslan, S. 21., İhtiyar, Mustafa, S. 105.

<sup>154</sup> Ayrıntılı bilgi için Bkz. Gürbüz Usluel, Ash: Türk Özel Hukukunda Özellikle Anonim Şirketlerde Ticarî Sırrın Korunması, İstanbul 2009, S. 166, 167.

Pay sahibinin bilgi edinme ihtiyacını karşılamaları açısından, TTK md. 437'de düzenlenen bilgi alma hakkı ile kamuyu aydınlatma ilkesi benzerlik gösterirler. Her ikisi de ortaklığın faaliyetleri, işleyişi, içinde bulunduğu ekonomik durumu hakkında pay sahibine bilgi sağlar. Ancak bilgi alma hakkı sadece pay sahibine bilgi akışını sağlarken, kamuyu aydınlatma ilkesi, mevcut ve potansiyel pay sahipleri, çalışanlar, devlet gibi geniş bir yelpazeyi oluşturan ilgi çevresine bilgi akışını gerçekleştirir.<sup>155</sup>

Pay sahibinin konumu açısından da kamuyu aydınlatma ilkesi ile bilgi alma hakkının arasında benzerlikler ve farklılıklar mevcuttur. Kamuyu aydınlatma (özellikle sürekli kamuyu aydınlatma) ortaklığın bir faaliyetidir. Ortaklığın ekonomik durumu, işleyişi gibi konularda, faaliyet raporu, izahname, bilanço gibi araçlarla, pay sahiplerine ve diğer muhataplara bilgi verilir. Dolayısıyla, söz konusu bilgileri edinmek isteyen pay sahibi, pasif konumdadır; herhangi bir girişimde bulunmasına gerek yoktur. Bilgi alma hakkını kullanan pay sahibi ise hem aktif hem de pasif konumdadır<sup>156</sup>. TTK md. 437 uyarınca, bilgi almak isteyen pay sahibi, yönetim kuruluna bu talebini iletmelidir. Pay sahibi istediği bilgiye ulaşamazsa veya edindiği bilgiden tatmin olmazsa, hakkını kullanabilmek için mahkemeye de başvurulabilir. Öte yandan da TTK md. 437/1 uyarınca, finansal tablolar, konsolide finansal tablolar, yönetim kurulunun yıllık faaliyet raporu, denetleme raporları ve yönetim kurulunun kâr dağıtım önerisi, genel kurulun toplantısından en az on beş gün önce, şirketin merkez ve şubelerinde, pay sahiplerinin incelemesi için hazır bulundurulur ve finansal tablolar ve konsolide tablolar bir yıl süre boyunca pay sahibinin incelemesine sunulur. Görüldüğü üzere, bilgi alma hakkının kullanılması sırasında, kamuyu aydınlatma ilkesinde olduğu gibi pay sahibinin pasif konumda kaldığı haller de söz konusudur.

---

<sup>155</sup> Kaya, Arslan, S. 20, Tekinalp, Ünal, Kamunun Aydınlatılması, S. 25.

<sup>156</sup> Kaya, Arslan, Anonim Ortaklıkta Pay Sahibinin Bilgi Alma Hakkı, İstanbul, 2001, S. 31, 32; Atalay, Oğuz, Anonim Şirketlerde Bilgi Alma ve İnceleme Haklarının Mahkeme Aracılığıyla Kullanılması, Dokuz Eylül Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi Özel Sayı, 2014, Prof. Dr. PEKCANİTEZ'e Armağan, C:I, S. 56, 57.

Korunması amaçlanan menfaat açısından, kamuyu aydınlatma ilkesi ile bilgi alma hakkı arasında farklılık vardır. Kamuyu aydınlatma ilkesi ile gelecekteki pay sahibinin hileli ve aldatıcı davranışlara karşı korunması amaçlanmaktadır. Bilgi alma hakkında ise mevcut pay sahibinin menfaatinin korunması, ortaklık içi ilişkilerde menfaat dengesinin sağlanması, hâkim ortağa karşı azınlık pay sahiplerinin korunması amaçlanmaktadır.<sup>157</sup>

Son olarak da edinilen bilginin kapsamı açısından farklılığın olduğunu belirtebiliriz. Kamuyu aydınlatma ile elde edilen bilginin genel niteliği haiz olduğunu; bilgi alma hakkı aracılığıyla edinilen bilginin daha spesifik olduğunu söylemek mümkündür.

### **III. ETKİN SERMAYE PİYASASI KURAMI İLE KAMUNUN AYDINLATILMASI İLKESİNİN İLİŞKİSİ**

Etkin Sermaye Piyasası Kuramı (Efficient Market Hypothesis) 1960lı yıllarda, Eugene Fama tarafından ortaya atılmış ve hisse senetleri fiyatlarının, kamuya açıklanan finansal bilgileri yansıttığını ileri süren bir kuramdır. Bir piyasanın etkin olabilmesi için, sermaye piyasası aracına etki eden bilgilerin, herkes tarafından bilinmesi gerekir. Aksi takdirde, içeriden öğrenen kimseler, fiyatı etkileyebilecek bilgileri öğrenerek, kendilerine kazanç sağlayabilirler.<sup>158</sup> Şunu da vurgulamak gerekir ki, bir piyasanın etkin olması, onun mükemmel bir piyasa olduğu anlamına gelmez.<sup>159</sup> Etkin Piyasa Kuramı'nda, piyasanın üç farklı şekilde etkin olabileceği ileri sürülmektedir.

---

<sup>157</sup> Kaya, Arslan, S. 31.

<sup>158</sup> Yanlı, Veliye, Kamunun Aydınlatılması, S. 168.

<sup>159</sup> Kıyılar'a göre mükemmel bir piyasa için şu şartlar gereklidir: 1'inci pazarda, tüm katılımcılar elde edilebilir tüm bilgilere maliyetsiz olarak erişebilirler. 2'nci pazarda herhangi bir işlem maliyeti yoktur ve vergi sistemi (pazarla ilgili olan) herkese tarafsızdır, yansızdır. 3'üncü pazarda pek çok alıcı ve satıcı vardır ve bunlardan hiçbiri piyasayı etkileyecek bir paya sahip değildir. 4. Katılımcılar rasyonel kişilerdir ve seçimlerindeki temel güdü, yüksek getiri düşük risktir. 5. Tüm finansal varlıklar bölünebilir niteliktedir. Kıyılar, Murat, Etkin Pazar Kuramının İMKB'de Test Edilmesi, Yıl 9 Sayı 29 Ocak-1998,

## A. Zayıf Şekil (Weak Form)

Mevcut hisse senedi fiyatlarının, halihazırda mevcut tüm sermaye piyasası bilgilerini tam olarak yansıttığını varsaymaktadır.<sup>160</sup> Geçmişteki fiyat ve hacim verilerinin, hisse senedinin gelecekteki fiyatına yönelik hiçbir anlam ifade etmediğini savunarak, teknik analiz ile büyük gelir elde edilemeyeceği sonucuna varmaktadır. Bir hisse senedinin, geçmişte gösterdiği fiyat hareketini bilmenin, gelecekteki fiyatlar hususunda yardımcı olmayacağını düşünmektedir.<sup>161</sup>

## B. Yarı Güçlü Şekil (the Semi-Strong Form)

Mevcut hisse senedi fiyatlarının, kamuya açıklanan finansal bilgilere hızla uyum sağladığını iddia etmektedir<sup>162</sup>. Hisse senedi fiyatlarının, piyasada var olan mevcut bilgiler tarafından şekillendiğini ileri sürmektedir. Temel analizden yararlanılarak, fazla getiri elde edilemeyeceği kanısındadır. Her gün kamuya paylaşılan bilgiler, hisse senedinin fiyatını etkileyecektir.<sup>163</sup> Şirket hakkındaki iyi haberler piyasadaki menkul kıymetlerin değerini artıracak; kötü haberler ise menkul kıymetin fiyatını düşürecektir.

---

<<http://isletmeiktisadi.istanbul.edu.tr/wp-content/uploads/2013/09/Y%C3%B6netim-29-1998-5.pdf>>, Erişim Tarihi: 08.10.2017. S. 35, 36.

<sup>160</sup> Hacımahmutoğlu, Sibel, “AT Düzenlemeleri Işığında “İçerden Öğrenilen Bilgi” Kavramının Değerlendirilmesi”, Prof. Dr. Turgut Kalpsüz’e Armağan, Ankara 2003, S. 151 (*Kısaltma: İçerden Öğrenilen Bilgi*), Manavgat, Çağlar: Sermaye Piyasasında İşleme Dayalı Manipülasyon ve Özel Hukuk Bakımından Sonuçları, Ankara 2008, S. 170, (*Kısaltma: Sermaye Piyasasında Manipülasyon*), Yanlı, Veliye, Kamunun Aydınlatılması, S. 167.

<sup>161</sup> Hacımahmutoğlu, Sibel, İçerden Öğrenilen Bilgi, S. 151, Manavgat, Sermaye Piyasasında Manipülasyon, S. 170, Yanlı, Veliye, Kamunun Aydınlatılması, S. 168.

Hacımahmutoğlu, Sibel, İçerden Öğrenilen Bilgi, S. 151, Manavgat, Çağlar, Sermaye Piyasasında Manipülasyon, S. 170, Yanlı, Veliye, Kamunun Aydınlatılması, S. 168

<sup>162</sup> Hacımahmutoğlu, Sibel, İçerden Öğrenilen Bilgi, S. 151, Manavgat, Çağlar, Sermaye Piyasasında Manipülasyon, S. 170, Yanlı, Veliye, Kamunun Aydınlatılması, S. 168

<sup>163</sup> Hacımahmutoğlu, Sibel, İçerden Öğrenilen Bilgi, S. 151, Manavgat, Çağlar, Sermaye Piyasasında Manipülasyon, S. 170, Yanlı, Veliye, Kamunun Aydınlatılması, S. 168

### C. Güçlü Şekil (Strong Form)

Mevcut hisse senedi fiyatlarının, kamuya açıklanmış ve açıklanmamış tüm bilgileri, tam olarak yansıttığını varsaymaktadır<sup>164</sup>. Dolayısıyla, içeriden öğrenen konumunda olan yöneticiler bile kamuya açıklanmamış bilgileri bilseler dahi, hisse senedinden büyük gelir elde edemezler. Çünkü zaten mevcut fiyat, kendisine etkileyecek bilginin oluşmasından derhal etkilenmiştir.<sup>165</sup>

Etkin sermaye piyasası kuramına dayanılarak yapılan testlerin sonuçlarında, öğretiden büyük ölçüde kabul edilen ve kanaatimizce isabetli olan husus, sermaye piyasalarının güçlü olmadığı, zayıf ve yarı güçlü şeklin piyasalarda hâkim olduğudur.<sup>166</sup> Dolayısıyla kamuya açıklanan bilgiler, sermaye piyasasında yer alan menkul kıymetin değerini etkilemektedir. Bu çıkarım neticesinde de içeriden öğrenenlerin haksız kazanç elde etmesinin ve içeriden öğrenme imkânı bulunmayan, piyasanın diğer oyuncularını olan yatırımcıların mağdur olmasının önüne geçilmesi amacıyla, sermaye piyasasında eşitliği sağlamayı amaçlayan içeriden öğrenenlerin ticaretiyle ilgili düzenlemeler önem arz etmektedir.<sup>167</sup>

## IV. İÇERİDEN ÖĞRENENLERİN TİCARETİ FİİLİ İLE KAMUYU AYDINLATMA İLKESİNİN İLİŞKİSİ

ABD’de ve İngiltere’de, halka açık anonim ortaklıklarının pay sahibi sayısının artması, pay sahiplerini şirket yönetiminden uzaklaştırmıştır. Bu yüzden, şirkette kontrolü eline alan yöneticiler ve yakınları, sermaye piyasasının değerini etkileyecek bilgilere erişim hususunda, pay sahibine göre daha avantajlı konuma gelmiştir. Bu avantajlı konumunu kazanca çevirmek

<sup>164</sup> Hacımahmutoğlu, Sibel, İçeriden Öğrenilen Bilgi, S. 151, Manavgat, Sermaye Piyasasında Manipülasyon, S. 170, Yanlı, Veliye, Kamunun Aydınlatılması, S. 168.

<sup>165</sup> Yanlı, Veliye, Kamunun Aydınlatılması, S. 168

<sup>166</sup> Hacımahmutoğlu, Sibel, İçeriden Öğrenilen Bilgi, S. 152

<sup>167</sup> Hacımahmutoğlu, Sibel, İçeriden Öğrenilen Bilgi, S. 152,

isteyen yöneticilerin önlenmesi ve kamuya açıklanmayan bilgilerden yararlanarak, gelir elde eden kişilerin cezalandırılması için, içeriden öğrenen ticaretine ilişkin düzenlemeler yapılmıştır. Ülkemizde ise, halka açık anonim ortaklıklar da halka kapalı ortaklıklarda olduğu gibi, aile tipi ortaklıklardır.<sup>168</sup> Dolayısıyla şirket, çoğunluğa sahip bir veya iki hissedar tarafından kontrol edilmektedir. Bu yüzden içeriden öğrenenlerin ticareti gibi kontrol amacı güden düzenlemeler, Türkiye gibi sermayenin tabana dağılmadığı ülkelerde, kontrolü elinde tutan hâkim ortağa karşı azınlığı korumayı amaçlamaktadır.<sup>169</sup>

Özel Durumların Kamuya Açıklanması kısmında, konuyu ayrıntılı olarak inceleyeceğimizden, burada sadece konuya değinerek geçiyoruz.

## **V. KAMUYU AYDINLATMA İLKESİNE YÖNELİK ELEŞTİRİLER**

Halka açık anonim ortaklıklara, yatırımcıların yatırım kararlarına etki edebilecek bilgileri kamuya açıklama yükümlülüğü getiren kamuyu aydınlatma ilkesine yönelik eleştiriler ileri sürülmüştür. Öne çıkan ilk eleştiriden biri yatırımcıların açıklanan bilgileri değerlendirmek için yeterli bilgiye sahip olmaması; bir diğeri ise kamuyu aydınlatma yükümlülüğünün maliyetli olmasıdır.

Kamuyu aydınlatma ilkesi, kamuya açıklanan bilgilerin yeterli bilgiye sahip olmayan yatırımcılarca anlaşılmayacağı nedeniyle eleştirilmektedir.<sup>170</sup> Bu eleştirinin isabetli olduğunu söylemek mümkündür. Ne de olsa, sermaye piyasasında aktör olabilmek için, sermaye piyasasının içerdiği bazı teknik bilgileri bilmek gerekir. Yeterli bilgiye sahip olmayan yatırımcı için, açıklanan finansal bilgiler bir anlam ifade etmeyebilir. Ancak şunu da gözden kaçırmamak gerekir ki, izin sisteminden kamuyu aydınlatma sistemine evirilen sermaye piyasası düzenlemeleri, yatırımcıyı koruyup kollayan, ona

<sup>168</sup> Okutan Nilsson, Gül, Corporate Governance In Turkey, European Business Organization Law Review Vol. 8 No. 2 2007, S. 200. (Kısaltma: *Corporate Governance In Turkey*)

<sup>169</sup> Okutan Nilsson, Corporate Governance In Turkey, S. 219, vd.

<sup>170</sup> İhtiyar, Mustafa, S. 115.



gelir garantisi veren anlayıştan uzaklaşmaktadır. Düzenlemelerin amacı, doğru, gerçek ve zamanında yatırımcıya bilgi verilerek, alacağı riski değerlendirmesi ve ona göre yatırım yapmasıdır. Dolayısıyla, kendi ayakları üzerinde durması beklenen yatırımcıya gerekli bilgiler verilerek, onun, kendisine mantıklı gelen yatırımı yapmasını beklemek uygun bir yaklaşım olacaktır.<sup>171</sup>

Yukarıda belirtildiği üzere, kamuyu aydınlatma ilkesine yönelik bir diğer eleştiri, açıklama yapmanın maliyetli olmasıdır. Gelişen teknolojiyle, bu eleştirinin gün geçtikçe zayıfladığını söylemek mümkün olacaktır. Çünkü hayatımızın her alanında olduğu gibi, kamuyu aydınlatma sürecinde de teknolojik imkanlardan yararlanılmaktadır. Kurulan kamuyu aydınlatma platformları sayesinde, kâğıt, belge iletimi gibi masraflı işler bırakılarak, aydınlatmaya yönelik her işlem elektronik ortamda gerçekleşmektedir. Doğal olarak bu yol, daha az masraf gerektirmektedir. Öte yandan da halktan sermaye toplamak isteyen şirketlerce kamuya yeterli bilgiyi vermesini beklemenin, tabii bir beklenti olacağı kanısındayız.<sup>172</sup>

Bu bölümde, Öğretide, sermaye piyasasına ilişkin son yıllarda yapılan tartışmalardan biri olan, gittikçe artan finansal raporlama düzenlemelerinin piyasada bilgi taşkınlığına neden olduğu husunu değerlendirmek isteriz<sup>173</sup>. Halka açık ortaklıklara mali açıdan da yük getiren finansal raporların kapsamının her düzenlemeyle gün geçtikçe artması, piyasaya akan bilgide de artışı beraberinde getirmektedir. Bu durum, düşük ölçüdeki eğitimiyle ve kısıtlı deneyimiyle yatırım yapan yatırımcıların, bilgi taşkınlığı altında kaybolmalarına neden olmaktadır.

---

<sup>171</sup> İhtiyar, Mustafa, S. 115.

<sup>172</sup> İhtiyar, Mustafa, S. 115.

İhtiyar, Mustafa, S. 115

<sup>173</sup> Mollers, Thomas, Çeviren: Erhan Temel, Sermaye Piyasasında Bilgi Taşkınılığı (Kısa Finansal Raporların Hayata Geçirilmesine Dair Ampirik Psikolojik ve Karşılaştırmalı Hukuk Temeline Dayalı Bir Öneri) BATİDER Yıl 2016 Sayı 4 (S. 23-66) S. 23 vd., Mollers, Thomas, Investor Protection In the System Of Capital Markets Law: Legal Foundation and Outlook, Carolina Journal of International Law and Commercial Regulation, Fall 2010, (S. 58-91) 58, Vd.

Bu durum finansal raporların kapsamının daraltılması yoluyla değil; ihraççıların ve/veya aracı kuruluşların finansal raporları özetleyen küçük bilgi notları benzeri finansal raporlar hazırlamasıyla çözülebilir<sup>174</sup>. Yatırımcıya sunulacak bilgi notu benzeri kısa raporda, yıllık finansal raporda yer alan önemli bilgiler, kısa bilanço, kısaltılmış kar-zarar hesabı, şirketteki önemli değişiklikleri, önemli risk kalemlerini içerebilir<sup>175</sup>. II-14.1 Tebliğ'nin 16. Maddesinde, şirketlerin, finansal raporlardan türetilmiş özet bilgileri kamuya açıklayabileceği düzenlenmiştir. Hükümde uyarınca, özet bilgilerin şirketlerce kamuya açıklanabilmesi için; finansal tabloların kamuya açıklanmış olması ve finansal rapor kullanıcılarının ekonomik karar almalarında yanıltıcı veya yanlış bilgi içermemesi gerekir.

---

<sup>174</sup> Mollers, Thomas, Çeviren: Erhan Temel, Sermaye Piyasasında Bilgi Taşkınlığı (Kısa Finansal Raporların Hayata Geçirilmesine Dair Ampirik Psikolojik ve Karşılaştırmalı Hukuk Temeline Dayalı Bir Öneri) BATİDER Yıl 2016 Sayı 4 (S. 23-66) S. 40 vd., Mollers, Thomas, Investor Protection In the System Of Capital Markets Law: Legal Foundation and Outlook, Carolina Journal of International Law and Commercial Regulation, Fall 2010, (S. 58-91) 67 Vd

<sup>175</sup> Mollers, Thomas, Çeviren: Erhan Temel, Sermaye Piyasasında Bilgi Taşkınlığı (Kısa Finansal Raporların Hayata Geçirilmesine Dair Ampirik Psikolojik ve Karşılaştırmalı Hukuk Temeline Dayalı Bir Öneri) BATİDER Yıl 2016 Sayı 4 (S. 23-66) S. 40 vd.

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### SÜREKLİ KAMUYU AYDINLATMA

#### I. Finansal Tablo ve Raporlar

II-14.1 Tebliği'nin 4'üncü maddesinin (a) ve (b) hükümleri, finansal tablo ve finansal rapor kavramlarının tanımını ortaya koymaktadır. Finansal tablolar; dipnotlarıyla birlikte finansal durum tablosu, kapsamlı gelir tablosu, nakit akış tablosu ve öz kaynak değişim tablosunu içermektedir. Finansal raporlar ise finansal tabloların yanı sıra, yönetim kurulu faaliyet raporları ve sorumluluk beyanlarını kapsayan, daha geniş bir kavramdır.

Yıllık finansal tablolar, yıllık finansal raporlar, yönetim kurulunun yıllık faaliyet raporları ve denetim raporları her yıl Şirketler tarafından, hem KAP'ta hem de şirketin kendi internet sitesinde açıklanır. Ara dönem finansal raporlar ve yönetim kurulunun ara dönem faaliyet raporları ise yine aynı mecralarda üçer aylık periyotlarla açıklanır.

#### A. Yıllık Finansal Tablolar

II-14.1 Tebliği md. 5'te finansal tabloların, Kamu Gözetimi, Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu ("KGK") tarafından çıkartılan TMS/TFRS'yi esas alarak, şirketlerce hazırlanması düzenlenmiştir. Ayrıca TTK'da da halka açık ortaklıkların, ticari defter ve finansal tablo tutmalarına ilişkin düzenlemeler yer almaktadır.

TTK md. 64'de ortaklıkların ticari defter ve kayıtlarına ilişkin ayrıntılı düzenlemelere yer verilmiştir. 6365 Sayılı Kanun ile TTK'da yapılan değişiklik öncesinde, tutulacak ticari defterlerin TMS'ye uygun tutulacağı düzenlenmekteydi. 6365 Sayılı Kanun ile yapılan değişiklikte, bu kaldırılmış ve mülga TTK döneminde olduğu gibi, Vergi Usul Kanunu uyarınca ticari

defter ve kayıtların tutulması düzenlenmiştir. Söz konusu değişiklikle birlikte, tek esasa göre finansal tablo esası terk edilmiştir.<sup>176</sup> Böylece, halka açık ortaklıklar için hem TMS'ye uygun finansal tablo hazırlama hem de TTK uyarınca ticari defter ve kayıt hazırlama yükümlülüğü getirilmiştir. 6335 Sayılı Kanun ile finansal standartlara uygun defter tutma yaklaşımından geriye gidilmesi, doktrinde haklı olarak eleştirilmiştir<sup>177</sup>.

Finansal tablo hazırlama hususunu, şirketler topluluğu açısından da değerlendirmek gerekmektedir. TFRS 10 Tebliği<sup>178</sup>, konsolide finansal tablonun ilke ve esaslarını düzenlemekte ve ana ortaklığa<sup>179</sup>, konsolide finansal tablo<sup>180</sup> hazırlama yükümlülüğü getirmektedir. Ancak ana ortaklık, başka bir ana ortaklığın bağlı ortaklığıysa<sup>181</sup>, konsolide finansal tablo hazırlamasına gerek yoktur (TFRS 10 Tebliğ md. 4). Konsolide finansal tablo hazırlayan ana ortaklıkların, bireysel finansal tablolarını da hazırlaması gerekmektedir (II-14.1 Tebliğ md. 6).

## B. Yıllık ve Ara Dönem Finansal Raporlar

<sup>176</sup> Manavgat, Çağlar, Hukuki Bakımdan Halka Açık Anonim Ortaklıklar ve Halka Arz, Ankara, 2015, S. 202, (Kısaltma: HAO).

<sup>177</sup> ÖZKORKUT, Korkut, Ticari Defterler Yönünden Türk Ticaret Kanunu ve Vergi Usul Kanunu Çatışması Ticaret Hukukuna Hukukun İlgili Diğer Alanlarıyla Birlikte Bakış Sempozyumu (15-16 Mayıs 2014), Doğu Akdeniz Üniversitesi Hukuk Fakültesi, Gazimağusa, KKTC, 2014, (S. 121-139) S. 122, 123.

<sup>178</sup> Türkiye Muhasebe Standartları Kurumu, Konsolide Finansal Tablolara İlişkin Türkiye Finansal Raporlama Standardı (TFRS 10) Hakkında Tebliğ Sıra no: 216'yı ("TFRS 10 Tebliğ"), 28 Ekim 2011 Tarihli Resmî Gazete'de yayınlamıştır.

<sup>179</sup> TTK m. 195 uyarınca, ana ortaklık, başka bir ortaklığın, doğrudan veya dolaylı olarak; (I) oy haklarının çoğunluğuna sahip veya (II) şirket sözleşmesi uyarınca, yönetim organında karar alabilecek çoğunluğu oluşturan sayıda üyenin seçimini sağlayabilmek hakkını haiz veya (III) kendi oy hakları yanında, bir sözleşmeye dayanarak, tek başına veya diğer pay sahipleri ya da ortaklarla birlikte, oy haklarının çoğunluğunu oluşturabilen ya da (IV) diğer ortaklığı bir sözleşme gereğince veya başka bir yolla hâkimiyeti altında tutabilen ortaklıktır.. Bkz. TFRS 10 Tebliğ Ek A.

<sup>180</sup> Ana ortaklığın ve onun bağlı ortaklıklarının varlıklarının, borçlarının, öz kaynaklarının, gelirlerinin, giderlerinin ve nakit akışlarının tek bir işletmenininki gibi sunulduğu, bir gruba ait finansal tablolardır Bkz. TFRS 10 Tebliğ Ek A.

<sup>181</sup> Başka bir işletme tarafından kontrol edilen bir işletmedir. Bkz. TFRS 10 Tebliğ Ek A.

II-14.1 Tebliğ md. 6 uyarınca, şirketler, söz konusu Tebliğ'de yer alan esaslar çerçevesinde, yıllık finansal rapor düzenlemekle yükümlü tutulmuşlardır. Yıllık finansal raporda paylaşılacak finansal bilgiler, geçmiş döneme ait olacağından, yatırımcıların daha güncel bilgi edinebilmeleri için ara dönem finansal rapor düzenleme yükümlülüğü de işletmeler için getirilmiştir. II-14.1 Tebliğ md. 7'ye göre, ihraç ettiği sermaye piyasası araçları bir borsada ve/veya teşkilatlanmış diğer pazar yerlerinde işlem gören ortaklıklara, yatırım kuruluşlarına, yatırım ortaklıklarına, portföy yönetim şirketlerine, ipotek finansmanı kuruluşları ve varlık kiralama şirketlerine bu Tebliğde düzenlenen esaslara uygun olarak 3, 6 ve 9 aylık dönemler itibariyle ara dönem finansal rapor düzenleme yükümlülüğü yüklenmiştir.

### **C. Yönetim Kurulu Yıllık ve Ara Dönem Faaliyet Raporları**

TTK uyarınca, anonim şirketlerin düzenleyeceği yönetim kurulu faaliyet raporunun asgari içeriğinin belirlenmesi amacıyla, Şirketlerin Yıllık Faaliyet Raporunun Asgari İçeriğinin Belirlenmesi Hakkında Yönetmelik<sup>182</sup>, Gümrük ve Ticaret Bakanlığı tarafından çıkartılmıştır. Sermaye piyasası kapsamındaki halka açık ortaklıklar için de söz konusu Yönetmelik uygulanacaktır (II-14.1 Tebliğ md. 8/1).

II-14.1 Tebliğ md. 8'de faaliyet raporunun içeriğinde neler olması gerektiği vurgulanmıştır. Bunlar; (i) yönetim kurulu üyeleri ile üst düzey yöneticilerin yetki sınırları, görev süreleri (başlangıç ve bitiş tarihleriyle), toplu sözleşme uygulamaları, personel ve işçilere sağlanan hak ve menfaatler, (ii) işletmenin faaliyet gösterdiği sektör ve bu sektör içerisindeki yeri hakkında bilgi, işletmenin üretim birimlerinin nitelikleri, satış miktar ve fiyatlarına ilişkin genel açıklamalar, satış koşulları ve bunlarda yıl içinde görülen gelişmeler, verimlilik oranları ve geçmiş yıllara göre bunlardaki önemli değişikliklerin nedenleri, (iii) yatırımlardaki gelişmeler, teşviklerden

---

<sup>182</sup> RG Tarih ve Sayı: 28.08.2012-28395.

yararlanma durumu, yararlanılmışsa ne ölçüde gerçekleştirildiği, (iv) işletmenin finansman kaynakları ve varsa çıkarılmış bulunan sermaye piyasası araçlarının niteliği ve tutarı, (v) dönem içinde esas sözleşmede yapılan değişiklikler ve nedenleri, (vi) mevzuat uyarınca Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Raporu düzenleme yükümlülüğünün bulunması veya isteğe bağlı olarak hazırlanmış olması halinde, söz konusu Rapor, (vii) mevzuat uyarınca ilişkili taraf işlemleri ve bakiyelerine ilişkin ortaklara sunulması zorunlu bilgiler, (viii) finansal tablolarda yer almayan ancak kullanıcılar için faydalı olacak diğer hususlar şeklinde sıralanmıştır.

Yıllık faaliyet raporu hazırlayan yönetim kurulu, 3 aylık ara dönemler için de ara dönem faaliyet raporu düzenler. Bu raporun içeriğinde, ara dönemi ilgilendiren önemli olaylar ile bunların finansal tablolara etkileri ve hesap döneminin geri kalan kısmı için bu hususlardaki önemli risk ve belirsizlikler oluşturur (II-14.1 Tebliğ md. 8/3). Ara dönem raporunda açıklanacak finansal bilgilerin bazıları ticari sır niteliğinde olabilir. Yönetim kurulu bu bilgilere raporda yer vermemelidir. Ticari sır<sup>183</sup> niteliği ortadan kalktıktan sonraki ilk ara dönem faaliyet raporunda, bu bilgiler paylaşılmalıdır (II-14.1 Tebliğ md. 8/4).

## **D. Denetçi Raporları**

TTK'nın 397. maddesinde denetime tabi olan anonim şirketlerin ve şirketler topluluğunun finansal tabloları denetçi tarafından, Kamu Gözetimi, Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumunca yayımlanan uluslararası denetim standartlarıyla uyumlu Türkiye Denetim Standartları'na göre denetleneceği düzenlemesi yapılmıştır.

Sermaye piyasası araçları bir borsada ve/veya teşkilatlanmış diğer pazar yerlerinde işlem gören şirketler, denetim raporlarını da finansal raporlarla birlikte kamuya açıklamalıdır (II-14.1 Tebliğ md. 10). TTK md. 397/4

---

<sup>183</sup> Ticari sır değerlendirmesi hususunda yönetim kurulu üyelerine sorumluluk yüklenmektedir. Ticari sır ilişkili açıklamalar için Bkz. Yukarıda S. 44, 45.

uyarınca, Bakanlar Kurulu kararı ile belirlenen işletmeler ve yatırım fonları ile konut ve varlık finansmanı fonları yıllık finansal raporlarını bağımsız denetime tabi tutmak zorundadırlar. 2018/11597 Sayılı Bakanlar Kurulu Kararı<sup>184</sup> uyarınca, halka açık şirketler ve sermaye piyasası araçları bir borsada veya diğer teşkilatlanmış piyasalarda işlem görmeyen ancak SERPK kapsamında halka açık sayılan şirketler bağımsız denetime tabidirler. Halka açık sayılan şirketlerin denetime tabi tutulabilmeleri için (I) Aktif toplamı 15 milyon TL, (II) yıllık net satış hasılatı 29 milyon TL, (III) çalışan sayısı 50 kişi eşik değerlerinden en az ikisini aşması gerekmektedir.

## 1. Bağımsız Denetçi

TTK uyarınca, denetim, bağımsız denetçiler<sup>185</sup> tarafından gerçekleştirilir. Denetçi, bağımsız denetim yapmak üzere yeminli mali müşavir veya serbest muhasebeci mali müşavir unvanını taşıyan ve Kamu Gözetimi, Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumunca yetkilendirilen kişiler ve/veya ortakları bu kişilerden oluşan sermaye şirketi olabilir (TTK md. 400). TTK md. 399/1 uyarınca, denetçi, şirket genel kurulunca; topluluk denetçisi, ana şirketin genel kurulunca seçilir. Denetçinin, her faaliyet dönemi ve herhâlde görevini yerine getireceği faaliyet dönemi bitmeden seçilmesi şarttır. Seçimden sonra, yönetim kurulu, gecikmeksizin denetleme görevini hangi denetçiye verdiğini ticaret siciline tescil ettirir, Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi'nde, KAP'ta ve internet sitesinde ilan eder.

Eğer faaliyet döneminin dördüncü ayna kadar genel kurul tarafından denetçi seçilemezse, denetçi, yönetim kurulunun, her yönetim kurulu üyesinin veya herhangi bir pay sahibinin istemi üzerine, şirket merkezinin bulunduğu yerdeki asliye ticaret mahkemesi tarafından atanır (TTK md. 399/6).

<sup>184</sup> 26 Mayıs 2018 tarihli ve 30432 Sayılı Resmi Gazete'de yayınlanmıştır.

<sup>185</sup> Bağımsız denetim şirketlerinin sahip olması gereken koşullar için Bkz.

<http://www.kgk.gov.tr/DynamicContentDetail/5216/Bag%CC%86%C4%B1ms%C4%B1z-Denetim-Kurulusu%CC%A7u-Yetkilendirmesine-I%CC%87lis%CC%A7kin-Genel-Bilgiler-ve-Yetkilendirme-Bas%CC%A7vurusu>

## 2. Denetimin Kapsamı

Bağımsız denetim kapsamında şirketlerin finansal tabloları ile yönetim kurulunun yıllık faaliyet raporu içinde yer alan finansal bilgilerin, finansal tablolar ile tutarlı olmadığı ve gerçeği yansıtmayı yansıtmadığı denetlenir (TTK md. 397/1).

Finansal tablolar ile yönetim kurulu faaliyet raporunun denetimden geçip geçmediği ve denetimden geçti ise denetçinin görüşü finansal tablo ile faaliyet raporunun başlığında belirtilmelidir (TTK md. 397/2). Finansal tabloların denetimi, Uluslararası Denetim Standartları ile uyumlu olarak, Türkiye Denetim Standartları'na göre denetlenir.

Bu noktada, Kamu Gözetimi, Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu'nun ("KGK") bağımsız denetçi atanmasına ilişkin iki kararını incelemek yararlı olacaktır.<sup>186</sup> KGK 12.05.2016 ve 27.10.2016 tarihlerinde aldığı iki Kurul Kararını internet sitesinde yayınlamıştır.<sup>187</sup> İki kurul kararı da anonim şirket genel kurullarının geçmiş faaliyet dönemi için denetçi seçip seçemeyeceklerine ilişkin olup ikinci karar birincisini açıklar nitelikte olduğundan, biz burada iki kararı bir arada değerlendireceğiz.

KGK'nın ilgili kararlarında, genel kurulun faaliyet dönemi içinde denetçiyi seçmemesi halinde, TTK'nın 399'uncu maddesinin altıncı fıkrasına göre yönetim kurulunun, her yönetim kurulu üyesinin veya herhangi bir pay sahibinin şirketin merkezinin bulunduğu yerdeki asliye ticaret mahkemesine

---

<sup>186</sup> KGK'nun kararlarının daha geniş incelendiği makale için Bkz. Özkorkut, Korkut, Kamu Gözetimi Muhasebe Ve Denetim Standartları Kurumu'nun 12/05/2016 VE 27/10/2016 Tarihli Kurul Kararları "TTK md. 399/1 hükmü TTK md. 397/2 ile ilişkili olarak yaptırıma tabi mi?" Hamdi Yasaman'a Armağan, Ocak 2017, S. 537-554.

<sup>187</sup> 02.11.2011 Tarihli ve 28103 Sayılı Resmî Gazete'de yayınlanan Kamu Gözetimi, Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumunun Teşkilat ve Görevleri Hakkında Kanun Hükmünde Kararname'nin 8. Maddesi, KGK'nun hangi kararlarını Resmî Gazete'de yayınlayacağını, hangi yollarla kamuya duyuracağını veya hangi kararlarını açıklamayabileceğini düzenlemektedir. Hüküm uyarınca, KGK'nun düzenleyici nitelikteki kararlarını Resmî Gazete'de yayınlaması gerekmektedir. Değerlendirdiğimiz kararlar, TTK md. 397'ye ilave düzenlemeler içerdiğinden düzenleyici nitelikte olduğu ve bu yüzden Resmî Gazete'de yayınlanması gerektiği kanaatindeyiz. Bu nedenle, KGK'nun ilgili kararları Resmî Gazete'de yayınlamayıp internet sitesinde ilan etmesi, eleştirilmesi gereken bir husustur.



denetçi atanma davası açabileceği; bu yollarla faaliyet dönemi içerisinde denetçi atanmaması halinde, faaliyet dönemi geçmiş olmasına rağmen genel kurul tarafından geçmiş yılın denetçisinin seçilebileceği oybirliğiyle karara bağlanmıştır. Yine kararlar uyarınca, her hâlükârda yönetim kurulu üyelerinin, denetçi atanmamasından doğan sorumluluğu da devam etmektedir.

Denetime tabi olduğu hâlde, denetletirilmemiş finansal tablolar ile yönetim kurulunun yıllık faaliyet raporu, düzenlenmemiş hükmündedir (TTK md. 397/2). TTK'nın yok hükmünde saydığı denetlenmemiş finansal tablo ve yönetim kurulunun yıllık faaliyet raporunun, yanlış veya eksik bilgilerin yatırımcılarla paylaşılması ihtimalinin önlenmesi için kamuya açıklanmamasının yerinde olacağı kanaatindeyiz. Geçmiş faaliyet dönemine ilişkin finansal tablo ve yönetim kurulu yıllık faaliyet raporu, denetimin yapılmasına takiben denetim raporuyla birlikte kamuya açıklanmalıdır. Geçmiş faaliyet dönemine ilişkin finansal tablo ve faaliyet raporlarının açıklanmış olması, şirketin ve yönetim kurulu üyelerinin sorumluluklarını ortadan kaldırmayacaktır.

KGK'nın genel kurul tarafından geçmiş yılın denetçisinin seçilebileceğine ilişkin, yukarıda paylaştığımız kararları uygulamada görülen ihtiyaç sonucunda alınmıştır. Şöyle ki belirli bir yıl denetimden geçmediği takdirde, bağımsız denetçiler, geçmiş yılların denetimini gerçekleştirmemekteydi. KGK kararlarıyla, geçmiş yıllara ilişkin denetim yapılmasının yolu açılarak, geçmiş yılların denetimsiz kalması önlenmiştir. Geçmiş yıllara ilişkin denetimin tamamlanmasından sonra, finansal tablo ve raporların tasdiki kararı genel kurulca alınabilecektir. Genel kurulun, denetime tabi tutulmamış yıllara ait finansal tablolar ve yıllık faaliyet raporu için aldığı tasdik kararı geçersizdir. Bununla birlikte, finansal tablolar bağlamında alınan, yönetim kurulu üyelerinin ibrası, pay sahiplerine kâr payı dağıtılması gibi genel kurul kararları da geçersiz olacaktır.

Bu aşamada genel kurul kararının geçersizliğinin, hangi geçersizlik türü olduğunun tespiti gerekmektedir. Dolayısıyla, söz konusu kararlarının geçersizliğinin, iptal edilebilirlik, butlan veya yokluk hallerinden hangisinin

kapsamına girdiğini belirlememiz gerekmektedir<sup>188</sup>. İptal edilebilirlik, TTK'nın 445 ile 451 maddeleri arasında düzenlenmiştir. TTK m. 445 uyarınca, "...kanun veya esas sözleşme hükümlerine ve özellikle dürüstlük kuralına aykırı olan genel kurul kararları aleyhine, karar tarihinden itibaren üç ay içinde... iptal davası..." açılabilir. Menfaati zarar gören kişi genel kurul kararının iptali için mahkemeye başvurması ve mahkemenin vereceği iptal kararının kesinleşmesine kadar, genel kurul kararı geçerlidir. Butlan ise TTK m. 447'de düzenlenmiştir. Maddeye göre, a) Pay sahibinin, genel kurula katılma, asgari oy, dava ve kanundan kaynaklanan vazgeçilemez nitelikteki haklarını sınırlandıran veya ortadan kaldıran, b) Pay sahibinin bilgi alma, inceleme ve denetleme haklarını, kanunen izin verilen ölçü dışında sınırlandıran, c) Anonim şirketin temel yapısını bozan veya sermayenin korunması hükümlerine aykırı olan, kararları batıldır. Meydana geliş ilişkili olan emredici hukuk kuralları hukukî işlemin unsurlarını oluşturan, onun mevcudiyeti şartlarını belirleyen kurucu-şekli nitelikteki hükümlere aykırı olan yani kurucu-şekli unsurlardan biri eksik olan kararlar ise yokluk kapsamına girmektedir<sup>189</sup>. Bu kısa açıklamaları göz önüne aldığımızda, denetlenmemiş finansal tablo ve raporlara dayanan genel kurul kararları, ana sözleşme veya kanuna aykırılık teşkil etmediği için butlan; kurucu-şekli unsurlardan birinin eksikliği söz konusu olmadığından yokluk kapsamına girmemektedir. Kanaatimizde, ilgili genel kurul kararları, pay sahibinin menfaatine aykırılık meydana getirdiğinden iptal edilebilirdir.

### **3. Şirketler Topluluğunda Denetim**

TTK, şirketler topluluğu açısından da denetimi düzenlemiştir. Eğer bağlı ortaklıklar için TTK md. 397 kapsamında denetçi seçilmemişse,

---

<sup>188</sup> Moroğlu, Erdoğan, Anonim Ortaklıkta Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü, İstanbul 2014, S. 24, Vd.

<sup>189</sup> Moroğlu, Erdoğan Anonim Ortaklıklarda Genel Kurul Kararlarının hükümsüzlüğü, İstanbul 2014, S. 24.

konsolidasyona dâhil olan ana şirketin finansal tablolarını denetlemek için seçilen denetçi, topluluk finansal tablolarının da denetçisi kabul edilir (TTK md. 399/3). Topluluk denetçisi için Kanun'da belirlenen denetçi seçilme kriterlerini karşılaması ve seçilme süresi kısıtlamalarına uyulması şarttır. Hâkim şirketin yönetim kurulu, konsolide finansal tabloları ve yönetim kurulunun yıllık faaliyet raporunu ve belgeleri düzenlettirip onaylayarak, süresinde, gecikmeksizin, denetçiye vermekle yükümlüdür (TTK md. 401). Yine yönetim kurulu, şirketin defterlerinin, yazışmalarının, belgelerinin, varlıklarının, borçlarının, kasasının, kıymetli evrakının, envanterinin incelenerek denetlenebilmesi için denetçiye gerekli imkânları sağlamakla sorumludur. TTK'da, bağlı şirket yönetim kurulunun hazırladığı bağlılık raporunun<sup>190</sup> veya hâkim şirket yönetim kurulunun talep üzerine hazırlayacağı topluluk raporunun bağımsız denetimden geçip geçmeyeceği konusunda açık bir düzenleme yer almamasına rağmen, hâkim şirketin yönetim kurulu raporunda bağlı şirketin bağlılık raporuna yer verileceğinden, bağlılık raporunun finansal tablolara uygun olup olmadığının denetlenmesi gerekir.<sup>191</sup> Bu nedenle bağlılık raporunun da bağımsız denetimden geçmesi gerektiği düşüncesindeyiz.<sup>192</sup>

TTK'nın 207 ve 406 maddelerinde, şirketler topluluğu için özel denetim düzenlemesi de yer almaktadır. Özel denetim, TTK'nın 207. maddesinde düzenlenmiş olup, denetçi, özel denetçi, halka açık şirketler için zorunlu tutulan riskin erken saptanması ve yönetimi komitesi; bağlı şirketin, hâkim şirketle veya diğer bağlı bir şirketle ilişkilerinde hilenin varlığını belirtir şekilde görüş bildirmişse, bağlı şirketin her pay sahibi, bu konunun açıklığa kavuşturulması amacıyla, şirket merkezinin bulunduğu yerdeki asliye ticaret mahkemesinden özel denetçi atanmasını isteyebilecektir. Bu hükme ilave olarak, TTK md. 406 uyarınca, (i) denetçi, şirketin hâkim şirketle veya topluluk şirketleriyle ilişkileriyle ilgili olarak sınırlı olumlu görüş veya

---

<sup>190</sup> Aşağıda S. 662'de açıklanmıştır.

<sup>191</sup> Okutan Nilsson, Gül, Türk Ticaret Kanunu Tasarısına Göre Şirketler Topluluğu Hukuku, İstanbul 2009, S. 540. (Kısaltma: *Şirketler Topluluğu Hukuku*).

<sup>192</sup> Okutan Nilsson, Gül, Şirketler Topluluğu, S. 540.

kaçınma yazısı yazmışsa veya (ii) yönetim kurulu, şirketin topluluk tarafından, bazı belirli hukuki işlemler veya uygulanan önlemler dolayısıyla kayba uğratıldığını ve bunlar dolayısıyla denkleştirme yapılmadığını açıklamışsa, herhangi bir pay sahibinin istemi üzerine, şirketin merkezinin bulunduğu yerdeki asliye ticaret mahkemesi tarafından şirketin, hâkim şirketle veya hâkim şirkete bağlı şirketlerden biriyle olan ilişkisini incelemek üzere özel denetçi atanabilecektir. Açıklamamızda da görülebileceği gibi, şirketler topluluğunda özel denetçi atanabilmesi iki şarttan birinin gerçekleşmesine bağlanmıştır.

Özel denetim yapılması istenen şirket veya onun bağlı/hakim şirketinin halka açık ortaklık olması halinde, özel denetim raporunun kamuya açıklanması gerekir. Ayrıca, özel denetçi atanmasına ilişkin mahkemeye başvuruda bulunulması durumunda da halka açık ortaklığın, konuya ilişkin özel durum açıklaması yapması gerekir. Çünkü davanın seyri ve sonucu ile özel denetçi atanmasına karar verilmesi halinde özel denetçinin raporu, mevcut pay sahiplerinin menfaatini ilgilendiren ve yatırımcıların kararlarını etkileyebilecek nitelikte bilgiler olduğundan kamuya açıklanması gerekir.

#### **4. Denetim Raporunun İçeriği**

Denetçiler tarafından hazırlanan denetim raporunda, denetimin türü, kapsamı, niteliği ve sonuçları yer alır. TTK md. 402 uyarınca, denetim raporu, gereken açıklıkta, anlaşılır, basit bir dille yazılmış ve geçmiş yıllarla karşılaştırmalı olarak hazırlanmış olmalıdır. TTK md. 403/3 uyarınca, denetim raporunun temelini şirketin ve eğer denetleniyorsa ana şirket ile topluluğun finansal tabloları oluşturur.

Denetim raporunun esas bölümünde, defter tutma düzeninin, finansal tabloların ve topluluk finansal tablolarının, kanun ile esas sözleşmenin finansal raporlamaya ilişkin hükümlerine uygun olup olmadığı ile yönetim kurulunun denetçi tarafından denetim kapsamında istenen açıklamaları yapıp yapmadığı ve belgeleri verip vermediği açıkça ifade edilir (TTK md. 402/4).

Ayrıca, finansal tablolar ile bunların dayanağı olan defterlerin, öngörülen hesap plânına uygun tutulup tutulmadığı ve Türkiye Muhasebe Standartlar çerçevesinde şirketin malvarlıksal, finansal ve kârlılık durumunun resmini gerçeğe uygun olarak ve dürüst bir şekilde yansıtıp yansıtmadığı belirtilir (TTK md. 402/5).

Şirketin finansal tabloları ile yönetim kurulunun yıllık faaliyet raporu, denetleme raporunun sunulmasından sonra değiştirilmişse ve değişiklik denetleme raporlarını etkileyebilecek nitelikteyse, finansal tablolar ile yönetim kurulunun yıllık faaliyet raporu yeniden denetlenir. Yeniden denetleme ve sonucu raporda ayrıca açıklanır.

Denetim raporu yasal içerik koşullarını karşılamalı ve raporun sonunda TTK'nın 403. maddesinde kapsamı belirlenen görüş yazısına yer verilmelidir. Denetçinin görüşü, olumlu görüş yazısı, sınırlı olumlu görüş yazısı, görüş vermekten kaçınma ve olumsuz görüş yazısı olmak üzere dört şekilde olabilir. Denetçi, bu dört görüş yazısından birini vermekle yükümlüdür.<sup>193</sup> Değerlendirme sonucunda denetçinin olumlu görüş vermesi halinde, hazırlanacak görüş yazısında, Türkiye Denetim Standartları uyarınca yapılan denetimde Türkiye Muhasebe Standartları ve diğer gereklilikler bakımından herhangi bir aykırılığa rastlanmadığı; denetim sırasında elde edilen bilgilere göre şirketin veya topluluğun finansal tablolarının doğru olduğu, malvarlığı ile finansal duruma ve kârlılığa ilişkin resmin gerçeğe uygun bulunduğu ve tabloların bunu dürüst bir şekilde yansıttığı belirtilecektir.

Şirket defterlerinde, denetlemenin uygun bir şekilde yapılmasına ve sonuçlara varılmasına olanak vermeyen ölçüde belirsizliklerin bulunması veya şirket tarafından denetlenecek hususlarda önemli kısıtlamaların yapılması ya da finansal tabloların kapsamlı ve büyük aykırılıklar içerdiği durumlarda denetçi, bunları ispatlayabilecek delillere sahip olmasa bile, gerekçelerini açıklayarak görüş vermekten kaçınabilir veya olumsuz görüş verebilir. Olumsuz görüş verilmiş veya görüş açıklamaktan kaçınılmışsa,

---

<sup>193</sup> Pulaşlı, Hasan, Şirketler Hukuku Şerhi, Ankara 2016, S. 1235, (Kısaltma: Şerhi)

yönetim kurulu, genel kurulu toplantıya çağırarak istifa etmekle yükümlü olacaktır. Ancak bu şekilde istifa eden yönetim kurulu üyelerinin yeniden seçilmesine bir engel bulunmamaktadır.

Şirket ile denetçi arasında şirketin ve topluluğun yılsonu hesaplarına, finansal tablolarına ve yönetim kurulunun faaliyet raporuna ilişkin, ilgili kanunun, idari tasarrufun veya esas sözleşme hükümlerinin yorumu veya uygulanması konusunda doğan görüş ayrılıkları var ise bunun hakkında, yönetim kurulunun veya denetçinin istemi üzerine şirketin merkezinin bulunduğu yerdeki asliye ticaret mahkemesine başvurulması ve verilecek karara uyulması gerekecektir (TTK md. 405).

## **5. Denetçinin Sorumluluğu**

SERPK md. 63 hükmü, finansal tablo ve raporların mevzuata uygun denetlenmemesinden doğacak zararlardan, bağımsız denetim kuruluşlarının, raporu imzalayanlarla birlikte sorumlu olacağını düzenlemektedir. TTK'nda ise, denetçinin sorumluluğuna ilişkin iki farklı hüküm düzenlenmiştir. Denetçilerin görevlerinden doğan sorumluluğu 554. Maddede düzenlenirken, denetçilerin sır saklamadan doğan sorumluluğu 404. Maddede düzenlenmiştir.

TTK md. 554, şirketin ve şirketler topluluğunun yıl sonu ve konsolide tablolarını, raporlarını ve hesaplarını denetleyen denetçi ve özel denetçilerin, kanuni görevlerini yerine getirmede kusurlu hareket etmeleri halinde hem şirkete hem de pay sahibi ve şirket alacaklılarına karşı, verdikleri zararlardan sorumlu olduğuna hükmetmiştir.

Denetçiler, bunların yardımcıları ile denetleme yapmasına yardımcı olan temsilcileri, denetimi dürüst ve tarafsız bir şekilde yapmak ve sır saklamakla yükümlüdür (TTK md. 404/1). Denetçinin bağımsız denetim yapmak üzere yetkilendirilen bir sermaye şirketi olması hâlinde, sır saklama yükümü bu kurumun yönetim kurulunu ve üyelerini ve çalışanlarını da kapsar (TTK md. 404/3).

Denetçiler, faaliyetleri sırasında öğrendikleri, denetleme ile ilgili iş ve işletme sırlarını, izinsiz olarak kullanamazlar. Söz konusu yükümlülüğü kasten ihlal edenler, şirkete karşı zararın tümünden sorumludurlar. Ayrıca tazminat yükümlülüğüne ilişkin söz konusu hüküm emredici niteliktedir. Bu nedenle tazminat yükümlülüğü sözleşme ile kaldırılamaz veya daraltılamaz (TTK md. 404/4). Zarar veren kişi birden fazla ise sorumluluk müteselsildir (TTK md. 404/1).

Denetçinin sır saklama yükümlülüğüne aykırı davranmasından doğan sorumluluğuna ilişkin istemler rapor tarihinden başlayarak beş yılda zamanaşımına uğrar(TTK md. 404/5). Ancak fiilin, Türk Ceza Kanunu'na göre daha uzun dava zamanaşımı süresine tabi bir suç oluşturması durumunda, tazminat davasına daha uzun olan ceza zamanaşımı süresi uygulanır (TTK md. 404/5).

TTK m. 407/2'de denetçiye genel kurul toplantılarına katılma zorunluluğu getirilmiştir. Denetçinin, toplantıya katılmaması durumunda, pay sahiplerinin yeterli bilgi alamamaları söz konusu olabilecektir. Bu yüzden denetçinin katılmadığı toplantıda alınan kararların iptali için pay sahipleri mahkemeye başvurabilirler<sup>194</sup>.

## E. Bağlılık Raporu

Bağlılık raporu, bağlı şirketlerin diğer bağlı şirketler ve hâkim şirket ile aralarındaki ilişkiler ve bu ilişkilerden ortaya çıkan sonuçları içeren rapordur. Bağlılık raporu, bağlı şirketin kayıplarını ortaya koyduğundan, hâkim şirkete karşı açılacak kayıt ve denkleştirme davalarının dayanağını oluşturur.<sup>195</sup> TTK md. 199/1 uyarınca, bağlılık raporu her yıl, bağlı şirketin

<sup>194</sup> Teoman, Ömer, Yürürlükteki Hukukumuz ve Türk Ticaret Kanunu Tasarısı'na Göre Anonim Ortaklık Genel Kurul Toplantılarına Katılmak Zorunda Olanlar, Batider C. XXV S. 4 Aralık 2009, (S. 19-33) S. 31.

<sup>195</sup> "Rapor yarar/kayıp sonuçlarını açıkladığı için, 202 ve devamı hükümleri, özellikle kayıp ve denkleştirme davaları yönünden önem taşır. Hüküm, şirketler topluluğuna ilişkin sorumluluk hükümleri ve özellikle 438 ve devamı maddelerde düzenlenmiş bulunan özel denetim ve 437'nci maddede öngörülen inceleme hakkı ile birlikte değerlendirildiğinde

yönetim kurulu tarafından hazırlanır. Yönetim kurulu bu çalışmasını, her faaliyet yılının ilk üç ayı içerisinde gerçekleştirir.

Bağlılık raporu, her faaliyet yılının ilk 3 ayında, bir önceki yıla ilişkin hazırlanır. Ayrıca her pay sahibi, geçen yıllara ilişkin rapor hazırlanmasını talep edebilir.<sup>196</sup>

Hazırlanan bağlılık raporunun sonuç bölümü, faaliyet raporuyla birlikte bağlı şirketin olağan genel kurulunda pay sahiplerine sunulur. Bağlılık raporunun içeriğini, bağlı şirketin, hâkim şirketin yönlendirmesi sonucu gerçekleştirdiği hukuki işlemlere ve önlemlere ilişkin açıklamalar oluşturur. TTK md. 199/1 uyarınca, raporda, şirketin geçmiş faaliyet yılında hâkim şirketle, hâkim şirkete bağlı bir şirketle, hâkim şirketin yönlendirmesiyle onun ya da ona bağlı bir şirketin yararına yaptığı tüm hukuki işlemlerin ve geçmiş faaliyet yılında hâkim şirketin ya da ona bağlı bir şirketin yararın alınan veya alınmasından kaçınılan tüm diğer önlemlerin açıklamasına yer verilir. Bu sayede, bağlı şirket ve hakim şirket pay sahipleri, hakim pay sahibinin menfaati lehine, kendi menfaatleri lehine işlemlerde bulunulup bulunulmadığının tespiti imkanına kavuşur.

Bağlılık raporunda, bağlı şirketin kaybına yol açan işlemlerin yer alması gerektiği gibi, bağlı şirket menfaatine yapılan işlemlerde yer almalıdır. Çünkü bağlı şirketin kaybına ve bağlı şirket menfaatine yapılan işlemler birbirlerini dengeleyebilir.

Bağlılık raporu, bağlı şirketin topluluk şirketleri ile olan ilişkisini, bütün olarak ortaya koymalıdır. Aktaracağı bilgiler, denetime tabi tutulacağından, gerçeğe uygun ve denetlenebilir şekilde ortaya konulmalıdır (TTK md. 199/2). Raporda, üçüncü kişiler tarafından da denetlenebilecek ve somut rakamlar, kararlar, sözleşmeler gibi hukuken geçerliliği olan veriler baz alınarak, değerlendirme yapılmalıdır.

---

amacı daha iyi anlaşılır. Çünkü pay sahipleri bu rapora dayanarak sorumluluk davası açabilecekleri gibi bilgi alma haklarını daha bilinçli bir şekilde kullanabilirler.” Bkz. TTK Madde Gereççeleri Madde 199.

<sup>196</sup> Akın, İrfan, Şirketler Topluluğu Sorumluluk Hukuku, İstanbul Nisan 2014, S.135.



Raporu hazırlayan bağılı şirket yönetim kurulu, raporda yer verdiği bilgileri içeren belgeleri de sağlamakla yükümlüdür. Ayrıca yönetim kurulu, raporun anlaşılması ve incelenmesine yönelik tedbirleri de almakla yükümlüdür.

Hazırlanan bağılılık raporunun tamamı, bağılı şirket pay sahiplerine açıklanmaz. Raporun sonuç bölümü, yıllık faaliyet raporunda açıklanmakta, böylelikle, topluluğun gizli bilgilerinin, ortaya çıkması önlenmektedir.<sup>197</sup>

Bağılılık raporunun sonuç kısmı, faaliyet raporunda, yönetim kurulu tarafından, pay sahiplerine bilgi vermek amacıyla hazırlanır. Raporun sonuç bölümünde bağılı şirketin yapmış olduğu hukuki işlemlerde uygun karşı edimi alıp almadığını, gerçekleşen veya kaçınılan önlemlerden dolayı kaybın ortaya çıkıp çıkmadığını ve kaybın varlığı halinde denkleştirmenin yapılıp yapılmadığına ilişkin açıklamalara ve bu hususlara ilişkin değerlendirmelere yer verilmelidir.<sup>198</sup> Yönetim kurulunca yapılacak değerlendirmeler, açık ve özet halinde olmalıdır. Bu açıklamalar sayesinde, bağılılık raporunun önleyici etkisi ortaya çıkacak, hâkim şirketin uygun olmayan taleplerini yerine getirmeme hususunda, bağılı şirket yönetim kurulunun işi kolaylaşacaktır.

Bağılı şirket yönetim kurulu, söz konusu faaliyet yılında, gerçekleştirilen hukuki işlemler ile alınan veya alınmayan tedbirlere, sonuç bölümünde yer verir, ayrıca, kurul, bu işlemlerden ötürü, şirketin elde ettiği kazanç ya da uğradığı zarar varsa, bunları açıklar (TTK md. 199). Söz konusu zararın denkleştirilip denkleştirilmediği hususunda, sonuç bölümünde açıklamalara yer vermelidir.

Kanun koyucu, şirketler topluluğunda sorumluluk hukukunun etkin bir şekilde uygulanması için, bağılı şirket pay sahiplerinin bilgi edinmesinin ve gerekli adımları atmasının bel kemiği olan raporlamanın, layıkıyla yerine getirilmesi için, raporun eksik veya hiç hazırlanmamasını cezai yaptırıma

---

<sup>197</sup> Akın, İrfan., S. 146, 147.

<sup>198</sup> Akın, İrfan, S.149

bağlamıştır. TTK md. 562/3 uyarınca, TTK md. 199/1'e aykırı hareket edenler 200 günden az olmamak üzere adli para cezası ile cezalandırılacaktır.<sup>199</sup>

Sonuç olarak, yukarıda yer alan açıklamalarda da görülebileceği gibi, yasa koyucu, bağlılık raporunun kamuya açıklanmasını düzenleyerek, hakim şirket ile bağlı şirketler arasındaki ilişkiye ışık tutmayı amaçlamıştır.

Yasa koyucunun sözü edilen amacının altında, bağlı şirket pay sahiplerinin korunması yatmaktadır. Şirketler topluluğunda, hakim şirket talimatlar ve kontrol aracılığıyla, kendi menfaati doğrultusunda bağlı şirketi yönlendirmektedir. Bu yönlendirme sırasında bağlı şirketin diğer pay sahiplerinin lehine, hakim ortağın lehine işlemler yapılabilir. Bağlılık raporunun kamuya açıklanmasıyla, bu işlemler ortaya çıkacak ve bağlı şirketin azınlıkta kalan pay sahipleri aydınlanacaktır.

## **II. FİNANSAL TABLOLARIN HAZIRLANMASI, RAPORLAMA VE SORUMLULUK BEYANI**

II-14.1 Tebliği'nin 9. maddesi uyarınca, işletme ve işletmenin yönetim kurulu üyeleri, yıllık ve ara dönem finansal raporların hazırlanmasından, sunulmasından ve gerçeğe uygunluğu ile doğruluğundan sorumludur. Yönetim kurulu tarafından, kurumsal yönetim ilkeleri uyarınca seçilecek denetim komitesi, denetim komitesi bulunmaması halinde ise üyeleri arasından en az biri, finansal raporlama sorumlusu olarak belirlenir. Ancak bu belirleme, yönetim kurulunun finansal rapor hazırlanması, sunulması ve gerçeğe uygunluğuna ilişkin sorumluluğunu azaltmaz (II-14.1 Tebliğ md. 9/2).<sup>200</sup>

<sup>199</sup> Alman Hukuku'nda, idari para cezası yaptırımının sonucunda elde edilen para ile bağlılık raporu hazırlanmaktadır. Bkz. Akın, S. 154.

<sup>200</sup> Finansal raporların hazırlanması, TTK md. 375 uyarınca yönetim kurulunun devredilemez görev ve yetkilerinden olan muhasebe düzeninin kurulması görev ve yetkisinin içine girmektedir. II-14.1 Tebliği'nin 9. Maddesinde de yönetim kurulunun finansal tabloların ve faaliyet raporunun kabulüne ilişkin karar alması zorunluluğu düzenlenmiştir. Bu durum, yönetim kuruluna sorumluluğun yüklenmesinin doğal sonucudur. Öte yandan, II-14.1 Tebliği md. 9/2'de yönetim kurulunun, raporlardan sorumlu kişiyi belirlemesine hükmedilmiştir. Bu hüküm TTK md. 367'de yer alan yönetim kurulunun yetki devri düzenlemesi göz önünde

Finansal raporlamadan sorumlu yönetim kurulu üyeleri ile işletme genel müdürü veya finansal raporlamadan sorumlu yöneticinin sorumluluk beyanları, yıllık ve ara dönem finansal raporlarla birlikte kamuya açıklanır (II-14.1 Tebliğ md. 9/3). Belirtmek gerekir ki, raporlama ile görevlendirilen kişilerin sorumluluk beyanı vermesi, kendilerinin sorumlu olmasını sağlamayacaktır ve yönetim kurulunun sorumluluğu devam edecektir. Verilecek sorumluluk beyanı sadece şirket içinde gerekli aşamaların kat edildiğini belgelendirir.<sup>201</sup>

### III. FİNANSAL RAPORLARIN AÇIKLANMASI

II-14.1 Tebliğ md. 10 uyarınca, sermaye piyasası araçları bir borsada ve/veya teşkilatlanmış diğer pazar yerlerinde işlem gören işletmeler, yıllık finansal raporlarıyla bunlara ilişkin bağımsız denetim raporlarını, konsolide finansal tablo hazırlama yükümlülüğünün bulunmadığı durumlarda, hesap dönemlerinin bitimini izleyen 60 gün içinde ve konsolide finansal tablo hazırlama yükümlülüğünün bulunduğu durumlarda, hesap dönemlerinin bitimini izleyen 70 gün içinde kamuya açıklamakla yükümlüdürler. Bu işletmeler dışında kalan işletmeler, yıllık finansal raporlarıyla bunlara ilişkin bağımsız denetim raporlarını, söz konusu finansal raporların görüşüleceği genel kurul tarihinden 3 hafta önce ve her hâlükârda ilgili hesap döneminin bitimini takip eden 3'üncü ayın sonuna kadar kamuya açıklamakla yükümlüdürler.

II-14.1 Tebliği'nin 11. maddesinde ise ara dönem finansal raporların ne zaman açıklanacağı düzenlenmiştir. Buna göre, işletmeler, ara dönem finansal raporlarını, konsolide finansal tablo hazırlama yükümlülüğünün

---

tutularak değerlendirilmelidir. Yönetim kurulunun raporlamaya ilişkin sorumluluğunun devam etmesi ve seçilecek kişilerin raporlamanın yapılması için yardımcı kişiler olarak değerlendirilmesi durumunda, devredilemez yetki ve görevler kapsamına girmeyeceği ileri sürülebilir. Bkz. Manavgat, Çağlar, HAO, S. 207, 208.

<sup>201</sup> Manavgat, Çağlar, HAO, S. 209.

bulunmadığı durumlarda, ilgili ara dönemin bitimini izleyen 30 gün içinde ve konsolide finansal tablo hazırlama yükümlülüğünün bulunduğu durumlarda, ilgili ara dönemin bitimini izleyen 40 gün içinde kamuya açıklamaları gerekmektedir.

Yukarıda belirtilen süreler içinde, işletmeler finansal raporlarını, SPK tarafından belirlenen usule uygun olarak, KAP'a gönderirler (II-14.1 Tebliğ md. 13). Finansal raporların kamuya açıklanmasından sonra, işletmeler kendi internet sitelerinde raporları yayımlarlar ve 5 yıl süreyle raporları sitede tutarlar (II-14.1 Tebliğ md. 14).



## DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

### ÖZEL DURUMLARIN KAMUYA AÇIKLANMASI

#### I. GENEL OLARAK

Sürekli Kamuyu Aydınlatma kısmında değerlendirdiğimiz, finansal tablo ve raporların kamuya açıklanması, şirketlerin rutin işleri arasında yer almaktadır. İlgili düzenlemeler, finansal tablo ve raporların şekli, içeriği gibi hususları ayrıntılı bir şekilde ortaya koymaktadır. Bu sayede, şirketler, yoruma gerek duymadan, söz konusu kurallar çerçevesinde, sorumluluklarını yerine getirirler. Bu bölümde inceleyeceğimiz özel durumların kamuya açıklanmasında ise şirketlerin, karşılaştıkları özel hallerin kamuya duyurulması söz konusu olmaktadır. Düzenlemelerde, hangi özel hallerde nasıl açıklama yapılması gerektiğine ayrıntılı yer verilemediğinden, özel durumların kamuya açıklanmasında, mevcuttaki düzenlemeleri yorumlamak şirkete düşmektedir. Ayrıca, sürekli kamuyu aydınlatmada olduğu gibi, mevzuatta belirli bir takvim öngörülmediğinden, yatırımcıların zarar görmemesi ve herhangi bir idari yaptırımla karşı karşıya kalınmaması için, sermaye piyasası aracının fiyatını etkileyecek nitelikteki bilgi, derhal kamuya açıklanmalıdır. Bu kısa karşılaştırmada da görülebileceği gibi, özel durumların kamuya açıklanması, sürekli kamuyu aydınlatmaya nazaran, daha geniş sorumluluk alanını içermektedir.

SPK, özel durumların kamuya açıklanması hususunda, payları borsada işlem gören ve görmeyen ortaklıklar ayrımına giderek, Özel Durumlar Tebliği II-15.1<sup>202</sup> (“ÖDT”) ve Payları Borsada İşlem Görmeyen Ortaklıklara İlişkin Özel Durumlar Tebliği II-15.2<sup>203</sup> (“ÖDT 15.2”) olmak üzere iki farklı tebliği çıkartmıştır. Biz bu bölümde, Özel Durumlar Tebliği II-15.1 (“ÖDT”)

<sup>202</sup> 3.01.2014 Tarih ve 28891 sayılı RG’de yayınlanmıştır.

<sup>203</sup> Manavgat, Çağlar, HAO, S. 209.

kapsamında, özellikle içsel bilgiye ve özel durumların kamuya açıklanması hususundaki önemli noktalara yoğunlaşacağız.

Çalışmamızda, halka açık anonim ortaklıklar açısından kamuyu aydınlatma yükümlülüğünü ele aldığımızdan ve ÖDT 15.2'nin içeriğinin dar olmasından dolayı, ÖDT 15.2'ye<sup>204</sup> çalışmamızda yer vermeyeceğiz.

## II. KAPSAM

### A. Açıklama Yapmakla Yükümlü Olanlar

ÖDT'nin "Kapsam" başlığını taşıyan 2. maddesinde, payları borsada işlem gören halka açık ortaklıklara özel durumlarını kamuya açıklama yükümlülüğü getirilmiştir. İşlem sırasının geçici olarak kapatılması veya kot dışı pazarlarda paylarının işlem görüyor olması yükümlülüğün istisnasını teşkil etmemektedir. ÖDT md. 4/ğ bendi, 2'nci maddeye nazaran, daha geniş bir kapsam belirlemektedir. Bentte, ihraççı, "sermaye piyasası araçlarını ihraç eden, ihraç etmek üzere Kurul'a başvuruda bulunan veya sermaye piyasası araçları halka arz edilen tüzel kişiler" şeklinde tanımlanmaktadır.<sup>205</sup> Dolayısıyla, tanımda ihraççı sıfatı verilen iki grup tüzel kişiden söz edebiliriz.

<sup>204</sup> Kısaca bahsetmemiz gerekirse, ÖDT md. 15.2 kapsamına payları borsa işlem görmeyen halka açık şirketler girmekte olup bir gerçek veya tüzel kişinin ya da bunlarla birlikte hareket eden kişilerin doğrudan veya dolaylı olarak payları borsada işlem gören bir şirketin sermayesindeki payının veya toplam oy haklarının %5, %25, %50, %67 veya %95'ine ulaşması veya söz konusu oranların altına düşmesi halinde, bu kişiler tarafından kamuya açıklama yapılması gerekmektedir. Kamuya açıklama zorunluluğu olan diğer konuları; şirket aleyhine fesih davası açılması, ortaklık aleyhine herhangi bir yolla icra takibine başlanması, şirketin fiili faaliyet konusunun değişmesi, faaliyetlerini veya üretimini kısmen veya tamamen durdurması, faaliyetlerini yürütüldüğü yerin adresinin değişmesi, pay alım teklifinde bulunma zorunluluğunun ortaya çıkması, bir şirketin devralınması ya da bir şirkete devrolunması, ana faaliyet dallarından en az birisinin kısmen veya tamamen başka kişi veya kurumlara devretmesi, şirkette yönetim kurulu üyelerinin, üst düzey yöneticilerin atanması, ilgililer hakkındaki hırsızlık dolandırıcılık gibi suçlardan dava açılması, sermaye artırımını, kâr dağıtımını, esas sözleşme değişiklikleri ile ilgili yönetim kurulu kararı alınması, TTK'nın 376'ncı maddesinde belirtilen durumların ortaya çıkması şeklinde sıralayabiliriz. Kamuya yapılacak açıklamanın, özel durumların ortaya çıktığı 5 gün içinde Tebliğ'de yer alan formun doldurulup SPK'a gönderilmesi ile yapılacağı, SPK'ya gönderilecek özel durum açıklamalarının SPK internet sitesinde kamuya duyurulacağı düzenlenmiştir.

<sup>205</sup> Bu tanımı, SERPK md. 3/h'de yapılan ihraççı tanımıyla kıyasladığımızda, Tebliğ'de yer alan tanımın yatırım fonlarını dışarda bıraktığını görmekteyiz. Yatırım fonlarının tüzel kişiliğe sahip olmaması, bu durumun gerekçesini oluşturmaktadır.

Bunlar, sermaye piyasası aracı ihraç eden tüzel kişiler ve payları halka arz edilen tüzel kişilerdir. Payları borsada işlem görmeyen, ancak borçlanma aracı halka arz eden ihraççılar, borçlanma araçları itfa edilmeye kadar geçecek dönemde ÖDT kapsamında değerlendirilecektir. Halka açık olmamalarına rağmen, borçlanma aracı ihraç eden ortaklıkların ÖDT kapsamına alınmasının sebebi, borçlanma araçlarını itfa edecekleri için yatırımcıların ortaklığın durumu hakkında güncel bilgiye sahip olmalarının ve bu yolla yatırımcıların zarara uğramalarının önüne geçilmelerinin sağlanmasıdır. Yurt içinde nitelikli yatırımcılara<sup>206</sup> satılmak üzere borçlanma aracı çıkaran ortaklıklar ise sadece dördüncü bölümde düzenlenen sınırlı kamuyu aydınlatma hükümlerine tabi olacaktır. ÖDT md. 2/4, yurt içinde tahsisli olarak veya yurt dışında borçlanma aracı çıkaran ve halka açık olmayan ortaklıkları, Tebliğ'in kapsamı dışında bırakmıştır.

SERPK md. 3/e'de halka açık ortaklıklar, payları halka arz edilmiş olan veya halka arz edilmiş sayılan anonim ortaklıklar olarak tanımlanmaktadır.<sup>207</sup> Tanım dikkate alındığında, halka açık ortaklıkların, iki farklı tür olarak düzenlendiğini söylemek mümkün olacaktır. Birinci tür halka açık ortaklıklar, payları halka arz edilmiş ortaklıklar (fiilen payları halka arz edilmiş ortaklıklar) oluşturmaktadır.<sup>208</sup> İkinci grup halka açık ortaklıklar ise fiilen payları halka arz edilmemiş olmakla birlikte, Kanun Tarafından halka arz edilmiş sayılan ortaklıklardır. Halka arz olunmuş sayılmanın kıstasını

---

<sup>206</sup> SPK düzenlemelerine göre; yerli ve yabancı yatırım fonları, emeklilik fonları, yatırım ortaklıkları, aracı kurumlar, bankalar, sigorta şirketleri, portföy yönetim şirketleri, ipotek finansmanı kuruluşları, emekli ve yardım sandıkları, vakıflar, 506 sayılı Sosyal Sigortalar Kanununun geçici 20'nci maddesi uyarınca kurulmuş olan sandıklar, kamuya yararlı dernekler, nitelikleri itibariyle bu kurumlara benzer olduğu Kurulca belirlenecek diğer yatırımcılar, fon katılma paylarının halka arz tarihi itibariyle en az 1 milyon TL tutarında Türk ve/veya yabancı para ve sermaye piyasası aracına sahip olan gerçek ve tüzel kişiler nitelikli yatırımcılar olarak sıralanabilir.

<sup>207</sup> Halka açık anonim ortaklıklara ilişkin ayrıntılı bilgi ve değerlendirmeler için Bkz. Manavgat, Çağlar, HAO, S. 15, vd., Halka açık ve kapalı anonim ortaklıkların, TTK ve SERPK bazında karşılaştırılması için Bkz. Memiş, Tekin, Turan, Gökçen, Sermaye Piyasası Hukuku, 2. Baskı,

İstanbul, Mart 2016, S. 91 vd., ESERP ve SERPK'nin halka açık anonim ortaklıklara ilişkin düzenlemelerinin karşılaştırılması için Bkz. Aytaç, Zühtü, Halka Açık Anonim Ortaklıklara İlişkin Yenilikler, 6362 Sayılı Yeni Sermaye Piyasası Kanunu Işığında Sermaye Piyasası Hukuku Sempozyumu 6-7 Haziran 2013 İstanbul, Editör Korkut Özkorkut, S. 19-40.

<sup>208</sup> Manavgat, Çağlar, HAO, S. 16.

SERPK md. 16/1 hükmü belirlemektedir. Buna göre, payları borsada işlem gören ortaklıklar ile pay sahibi sayısı beş yüzü aşan anonim ortaklıkların payları halka arz olunmuş sayılır. Söz konusu ortaklıklar 2 yıl içerisinde, borsaya başvurmalıdırlar. Aksi halde, SPK, bu payların borsada işlem görmesi veya ortaklığın halka açık ortaklık statüsünden çıkarılması için, ortaklığın talebini aramaksızın gerekli kararları alacaktır (SERPK md. 16/2).

## **B. İçsel Bilgi**

### **1. Tanımı**

ÖDT md. 4/1/e’de içsel bilgi, sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek henüz kamuya açıklanmamış bilgi olarak tanımlanmaktadır. ÖDR’nin 2. No’lu bölümünde de belirtildiği gibi, (i) somut bir olaya ilişkin, (ii) rasyonel bir yatırımcının yatırım kararını alırken önemli kabul edebileceği, (iii) kamuya açıklanmamış durumlarla ilgili, (iv) bilgiyi kullanan kişiye bu bilgiden haberi olmayan diğer yatırımcılara nazaran avantaj sağlayabilecek olan, (vi) kamuya açıklandığı takdirde söz konusu sermaye piyasası aracının değerinde, fiyatında veya yatırımcıların yatırım kararları üzerinde etki yaratabilecek, bilgi, olay ve gelişmeler, içsel bilginin içeriğini oluşturmaktadır.<sup>209</sup>

### **2. Bilginin Niteliklerinin Belirli Olması**

Kamuya açıklanacak bilginin belirli bir olgunluğa ulaşması, “tam” olması gerekir.<sup>210</sup> Aksi takdirde istenmeyen sonuçlar meydana gelebilir. Bilgi

---

<sup>209</sup> AB düzenlemelerinde, içsel bilgiye daha ayrıntılı yer verilmiştir. MAR Art. 7 uyarınca, içsel bilgi, (i) kesin, (ii) kamuya açıklanmamış, (iii) eğer kamuya açıklansaydı, menkul kıymetin fiyatını etkileyebilecek ve (iv) bir veya daha fazla ihraççıyla ya da bir veya daha fazla finansal araçla doğrudan veya dolaylı olarak ilgili olan bilgidir. MAR Art 7’de yer alan bu tanım, MAD Art. 1 ile benzerlik göstermektedir.

<sup>210</sup> Hacımahmutoğlu, Sibel, İçeriden Öğrenilen Bilgi, S. 166, Şenol, Cem, İçsel Bilgi İçeriden Öğrenilen Bilgi ve İçeriden Öğrenen Kavramlarının Ceza Hukuku Açısından İncelenmesi, Hacettepe Hukuk Fakültesi Dergisi, 2 2012, S. 132, 133.



erken açıklanırsa, yatırımcılar için yanıltıcı olabilir. Edindiği eksik bilgiyi yanlış yorumlayan yatırımcı, kendisini mağdur edecek adımlar atabilir. Öte yandan da piyasada spekülasyonlara neden olabilir ve ortaklığa zarar verecek sonuçlar doğurabilir. Bilginin açıklanmasında gecikilmesi ise bilgiyi öğrenenleri (içeriden öğrenenler gibi) avantajlı konuma getirebilir.<sup>211</sup> Bu da piyasadaki adil ortamı bozar. Bu sebeplerden ötürü, kamuya açıklanacak içsel bilginin, menkul kıymetin değerini etkileyebilecek esaslı unsurları içermesi gerekir. Bu kapsamda, “(a) ilginin mevcut olan veya rasyonel bir değerlendirmeyle ortaya çıkması muhtemel olan birtakım koşulların ve olayların göstergesi olması, (b) bilginin, söz konusu koşulların veya olayların ilgili sermaye piyasası aracının değeri, fiyatı veya yatırımcıların yatırım kararları üzerindeki etkisini değerlendirmeye yetecek kadar belirli olması gereklidir.”<sup>212</sup>

Kamuyu açıklanacak bilginin, belirli veya kesin olması gerekir. Ülkemizdeki düzenlemelerde hem SERPK’da hem de ÖDT’de, içsel bilginin kesin olma unsuruna değinilmemiştir. AB düzenlemesinde ise MAR m. 7’de içsel bilginin kesin olma unsuru belirtilmiştir.<sup>213</sup> Kanaatimizce, Türk mevzuatında bu unsura yer verilmemesi, içsel bilginin kesin olmayacağı anlamına gelmez.<sup>214</sup> Çünkü içsel bilgi kesin veya belirli olmalıdır.<sup>215</sup> Bu

<sup>211</sup> Hacımahmutoğlu, Sibel, İçeriden Öğrenilen Bilgi, S. 61.

<sup>212</sup> ÖDR S. 4.

<sup>213</sup> İfade olarak “precise nature” ifadesi kullanılmıştır.

<sup>214</sup> Aynı görüşte: Hacımahmutoğlu, Sibel, İçeriden Öğrenilen Bigi, S. 166, Şenol, Cem, S. 132, 133, Bakkalçı, Şebnem Meral, İçeriden Öğrenenlerin Ticareti ve Sorumluluğu, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Özel Hukuk Ana Bilim Dalı Doktora Tezi, 2009, S. 80.

<sup>215</sup> Alman yargısı, içsel bilginin kamuya açıklanabilmesi için, belirli veya kesin olması gerekliliğini, önüne gelen bir olay kapsamında incelemiştir. Daimler adlı borsaya kote bir şirketin CEO’sunun istifası gündeme gelmiştir. Alman mevzuatı uyarınca, CEO, yönetim kurulunun başkanlığını üstlenen ve şirketin etkin yöneten bir pozisyondadır. CEO’yu, genel kurulun üyelerini atadığı denetim kurulu denetlemektedir. Söz konusu Olayda, CEO istifasını denetim kuruluna sunmuş ve görüşülmüştür. Bu sırada kamuya bilgi verilmemiştir. Denetim kurulunun plana uygun sonraki toplantısında, CEO’nun istifa etmesine karar verilmiş ve sonrasında bu durum kamuya açıklanmıştır. Bu açıklama, piyasada ilgili şirketin hisselerinin fiyatında artışa neden olmuştur. Artıştan önce hisselerini satan ve fiyat artışından yararlanamayan yatırımcılar, şirkete karşı dava açmışlardır. Resmi bir karar alınmamasına rağmen, denetim kurulunun, CEO’nun istifasını görüşmesinin kamuya açıklanması gerektiğini iddia etmişlerdir. CEO yönetim kuruluna, 15 Mayıs tarihinde istifa etme talebini açıklamış ve karar 28 Temmuz tarihinde alınmıştır. Bu süreçte de ilgili bilgi, bilindiği

sayede, onun söylenti ve asılsız haberlerden ayrılması sağlanacaktır. Aksi durumda, piyasada spekülasyonlara yol açabilecek, spekülatif bilgi paylaşılmış olacaktır.<sup>216</sup> Öte yandan da yatırımcıların edindikleri bilginin kesin olmaması, onların yatırım kararlarını etkileyecek ve sermaye piyasasına duyulan güveni zayıflatacaktır.<sup>217</sup>

### 3. Kamuya Açıklanmamış Olma

İçsel bilginin unsurlarından biri de kamuya açıklanmamış olmasıdır. Kamuya açıklanmış bilgi, içsel bilgi olma niteliğini yitirir ve zaten yatırımcının yatırım kararını alırken dikkate aldığı bilgi konumuna gelir. Burada üzerinde durmamız gereken husus, içeriden öğrenen ticareti için de önem arz eden, bir içsel bilginin ne zaman kamuya açıklandığı hususudur.

İçsel bilginin ne zaman kamuya açıklanmış sayılacağını ortaya koyan iki yorum mevcuttur.<sup>218</sup> Yorumlardan biri için içsel bilgi, kamuya açıklamayı yapacak platforma iletilindiğinde, kamuya açıklanmış sayılır. Diğer yorum için de içsel bilgi, ilgili platform tarafından kamuya açıklandığında, kamuya açıklanmış sayılır. Doğru yorumu tercih etmek, içeriden öğrenenin ne zaman hareket etmesinin hukuka uygun olacağını tespiti için önemlidir. Hâkim kabule ve bizim kanaatimize göre, içsel bilginin ilgili platform tarafından kamuya açıklandığı anda, içsel bilgi kamuya açıklanmış olur.<sup>219</sup> Bu noktada

---

kadarıyla gizli tutulmuştur. Sonuç olarak mahkeme, bilginin gizli tutulması şartıyla, kesin veya belirli olmasının beklenmesinin yerinde olduğuna karar vermiştir. Daha ayrıntılı değerlendirme için Bkz. Hansen, Jesper Lau, Say When: When Must an Issuer Disclose Inside Information? 19 Eylül, 2016, Nordic & European Company Law Working Paper No. 16-03; University of Copenhagen Faculty of Law Research Paper No. 2016-28. <<https://ssrn.com/abstract=2795993>>, Erişim Tarihi: 1.05.2018, S. 13, 14.

<sup>216</sup> Hansen, S. 18, Şenol, Cem, S. 133, Hacımahmutoğlu, Sibel, İçeriden Öğrenilen Bilgi, S. 166

<sup>217</sup> Hansen, S. 18, Şenol, Cem, S. 133, Hacımahmutoğlu, Sibel, İçeriden Öğrenilen Bilgi, S. 167.

<sup>218</sup> Hacımahmutoğlu, Sibel, İçeriden Öğrenilen Bilgi, S. 163, Şenol, Cem, S. 131.

<sup>219</sup> ABD’de, SEC, içeriden öğrenenlerin, kamuya açıklama yapılmasından itibaren geçen 24 saat sonrasında işlem yapmasının uygun olacağı görüşündedir. Bkz. Hacımahmutoğlu, Sibel, İçeriden Öğrenilen Bilgi, S. 163. Amerikan öğretisinde, içeriden öğrenenlerin, içeriden öğrenen suçuna mahal vermemek için, içsel bilginin etkili bir şekilde kamuya açıklandığından emin olmaları gerektiği vurgulanmaktadır. Bkz. Bainbridge, Stephen M.,

değerlendirilmesi gereken bir husus ise bildirim yükümlüsünün, platform işleticisine açıklamasını bildirmesi, ancak platformun kamuya açıklamaması durumunda, sorumluluğun kimde olacağına ilişkindir. Kamuyu Aydınlatma Platformu Tebliği'nde sözü edilen sorumluluğa ilişkin herhangi bir düzenleme bulunmamaktadır. Bu durumda, bildirim yükümlüsünün, platformun iç işleyişine müdahale olanağı olmaması ve kendi üzerine düşen yükümlülüğü yerine getirmesi dikkate alınarak, kamuya açıklama yapılmamasından doğacak zararlardan sorumlu tutulamayacağı kanaatindeyiz. Doğacak zararlardan sorumlu tutulacak kişi, bildirilen açıklamayı kamuya duyurmayan veya duyurmakta geciken platform işleticisi olmalıdır.

Ülkemizde, içsel bilginin kamuya açıklanmış olabilmesi için KAP'ta yayınlanmış olması gerekmektedir.<sup>220</sup> Ortaklıklar, KAP dışında, basın açıklaması, kendi internet siteleri gibi yollarla bilgiyi kamuya açıkladıklarını ileri sürerek, bu yükümlülüklerinden kurtulamazlar. Bir örnek üzerinden açıklamaları somutlaştırmamız gerekirse, savunma sanayisi alanında faaliyet gösteren bir ortaklığın, büyük bir ihaleyi kazanması durumunda, ortaklık bu özel durumu KAP'a bildirir. İlgili bilginin KAP'ta ilan edilmesiyle birlikte bilgi kamuya açıklanmış olacaktır. Yani ortaklığın, KAP'a bildirimde bulunması veya CEO'sunun basın açıklaması yapması, bilginin kamuya açıklandığı anlamına gelmeyecektir.

#### **4. Sermaye Piyasası Araçları ya da İhraççıyla İlgili Olması**

İçsel bilgi, sermaye piyasası araçlarıyla veya ihraççıyla alakalı olan bilgidir. AB düzenlemesi olan MAR'da içsel bilginin tanımı yapılırken, bu

---

"An Overview of US Insider Trading Law: Lessons for the EU?" UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 05-5.

<<http://paperS.ssrn.com/sol3/paperS.cfm?abstractid=654703>>, Erişim Tarihi: 04.11.2017, S.9. Hukukumuzda bu hususa ilişkin bir düzenleme mevcut değildir.

<sup>220</sup> ÖDR, S. 5.

unsura da yer verilmiştir.<sup>221</sup> Ülkemizde ise ÖDT’de bu unsura değinilmemiş; ancak SERPK md. 106’da düzenlenen içeriden öğrenenlerin ticareti suçu kapsamında, söz konusu unsura değinilmiştir.

ÖDT md. 4/ö, sermaye piyasası araçlarının tanımı için, SERPK’nın 3’üncü fıkrasının ç bendine atıfta bulunmuştur. Bent uyarınca, sermaye piyasası araçları menkul kıymetler ve türev araçlar ile yatırım sözleşmeleri de dahil olmak üzere Kurulca bu kapsamda olduğu belirlenen sermaye piyasası araçlarıdır. Eğer ihraççı ile ilgili değilse, içsel bilgi maddede sayılan sermaye piyasası araçlarıyla ilgili olmalıdır.

İçsel bilginin konusunu oluşturabilecek bir diğer kategori ise ihraççıyla ilgili bilgilerdir. İhraççı, sermaye piyasası aracı ihraç eden, ihraç etmek için Kurul’a başvuruda bulunan ya da sermaye piyasası araçları halka arz edilen tüzel kişileri ifade etmektedir (ÖDT md. 4/1/ğ) Öğretide, ihraççıya ilişkin bilgiler, şirkete/ortaklığa ilişkin bilgiler (corporate information) ve markete ilişkin bilgiler (market information) olmak üzere iki gruba ayrılmaktadır.

Ortaklığa ilişkin bilgiler, genelde, ortaklığın mal varlığını ve kazançlarını etkileyen olay ve gelişmelere ilişkin, kaynağını kurumun içinden alan bilgilerdir. Piyasa bilgileri ise kaynağı ortaklık dışı olan, ihraççının sermaye piyasası araçlarının yer aldığı piyasayı veya sermaye piyasası aracının fiyatını etkileyen olay ve gelişmelere ilişkin bilgilerdir. İçsel bilgi kavramı geniş ölçekli olduğundan, düzenlemelerde, içsel bilginin konusunun kapsamını çizmek mümkün değildir. Ancak örnekler verilerek, kapsam belirgin hale getirilmeye çalışılabilir. Öte yandan da kurum içi bilgi ile piyasa bilginin ayrımını belirlemekte güçtür. Bu yüzden, düzenlemelerde bu ayırmadan kaçınılmaktadır.<sup>222</sup>

---

<sup>221</sup> MAR’da sermaye piyasası aracı karşılığı olarak “financial instruments” terimi kullanılmıştır.

<sup>222</sup> Bakkalcı, Şebnem, S. 80., Hacımahmutoğlu, Sibel, İçeriden Öğrenilen Bilgi, S. 172.

Şirketin tarafı olduğu önemli davalarda verilen kararlar<sup>223</sup>, şirketin satış ve maliyet fiyatlarına ilişkin veriler, şirketin temettü politikasına ilişkin haberler<sup>224</sup>, şirketin gerçekleştirdiği birleşme<sup>225</sup> ve devralmalar, bir ortaklığın (hedef ortaklığın) kontrolünü ele geçirmek üzere o ortaklığın pay sahiplerine yapılacak öneriye ilişkin bilgi, şirketin yeni maden yatağı keşfetmesi, şirketin yeni ve büyük yatırımlar yapması ortaklığa ilişkin bilgiye örnek olarak verilebilir. Bir ortaklığın menkul kıymetlerinin borsa kotuna alınmasına ilişkin borsa kararı, pay alım önerisinde bulunacak ortaklık tarafından (predator) yayılacak bilgi, piyasa bilgisine verilebilecek örneklerdir.<sup>226</sup>

## 5. Fiyata Etkili Olması

İçsel bilgi açısından en önemli ve fakat tespit edilmesi en zor unsur fiyata etkili olma unsurudur.<sup>227</sup> Bir bilginin kamuya açıklanmasıyla, makul yatırımcının (reasonable investor) yatırım kararı üzerinde etki yaratması ve sermaye piyasası aracının değeri üzerinde muhtemel etki doğurması beklenmektedir. Türk mevzuatında olduğu gibi, yabancı ülke mevzuatlarında da fiyata etkililik unsuru tam olarak ortaya konulamamıştır.<sup>228</sup> Her somut

<sup>223</sup> Şirketler ticari hayatta, dava konusu tutarın miktarının az veya çok olduğu birçok davanın tarafı olmaktadır. Dolayısıyla, şirketin tarafı olduğu her türlü dava, kanaatimizce içsel bilginin konusunu teşkil etmez. Örneğin, işten çıkartılan bir mavi yaka çalışanın açtığı işe iade davasının kaybedilmesi sonucunda, çalışana tazminat ödenmesi, ortaklığın sermaye aracının fiyatını etkileme ihtimali bulunmayan bilgidir. Öte yandan, bir ticari davada, ortaklığın yüklü bir tazminat ödemesine karar verilmesi, sermaye araçlarının fiyatları üzerinde etkisi olma ihtimali yüksek bir bilgidir. Bu yüzden kamuya açıklanması gerekir.

<sup>224</sup> Şenol, Cem, S. 129.

<sup>225</sup> “Reed” Davası’nda, şirket birleşmelerine ilişkin bilginin fiyata etkili bilgi olduğu kabul edilmiştir. Davaya konu olayda, “fiyata etkili bilgi” olarak kabul edilmiştir. Davaya konu olayda, *Standart Oil of California* Şirketi, *Amax* Şirketi ile birleşmek istemektedir. *Amax* Şirketi’nin sahibi Bay Reed’in oğlu, birleşme teklifi yapılmadan önce, durumdan aile ortamındaki konuşmalar sayesinde haberdar olmuş, birleşmeden sonra *Amax*’ın hisse senetlerinin değer kazanacağını tahmin ederek, piyasadan bu şirkete ait hisse senetlerini “önceden” satın almıştır.” Bkz. Bakkalıcı, Şebnem, S. 79.

<sup>226</sup> Hacımahmutoğlu, Sibel, İçeriden Öğrenilen Bilgi, S. 172, 173.

<sup>227</sup> Avrupa Birliği’nde, fiyata etkili bilgi için “significant effect on the price” ifadesi, ABD’de “material fact” ifadesi ve İngiltere’de ise “unpublished price sensitive information” (kamuya açıklanmamış fiyata etkili bilgi) ifadesi kullanılmaktadır. Bkz. Şenol, Cem, S. 136, Bakkalıcı, Şebnem, S. 75 vd.

<sup>228</sup> Bakkalıcı, Şebnem, S. 75, Hacımahmutoğlu, Sibel, İçeriden Öğrenilen Bilgi, S. 174.

olayın özelliklerine göre değerlendirilmelidir. ABD'deki yargı kararlarında, bir maden şirketinin yeni maden yatakları bulması, bir şirketin başka bir şirketi devralması fiyatı etkileyebilecek bilgi olarak değerlendirilmiştir.<sup>229</sup>

### III. KAMUYA AÇIKLAMA YAPMA ZORUNLULUĞU

Şirketlerin, içsel bilgileri ve daha önce kamuya açıklanan bilgilerdeki değişiklikleri kamuya açıklaması zorunludur. ÖDR'de hangi durumlarda kamuya açıklama yapılabileceği örnekler halinde sayılmıştır. ÖDR'de sayılan örnekler tavsiye niteliği taşıdığından, şirketlerin bu örneklere benzer gelişmeleri kamuya açıklaması zorunlu değildir. Bu durumda, şirket olay bazında kendisi değerlendirme yapıp, gelişmenin kamuya açıklanması gerekip gerekmediğine, kendisi karar vermelidir. Bu yüzden sorumluluk şirkete aittir. ÖDR'de yer alan tavsiyeye benzer bir olayla karşı karşıya gelen şirket, açıklama yapmamaya karar vermişse, bunu gerekçelendirebilmeli, daha önce geçmişte sermaye piyasası aracının değerini veya yatırımcının yatırım kararı üzerinde benzer etki yaratan bilgiyle aynı olup olmadığını değerlendirmeli ve bu konuda istikrarlı bir tutum sergilemelidir.<sup>230</sup>

ÖDR'de verilen örneklere bakıldığında, şirketi doğrudan ilgilendiren içsel koşullar ve şirketi dolaylı ilgilendiren dışsal koşullar, kamuya açıklanabilecek gelişmeler olarak tavsiye edilmiştir.

ÖDR'de yer alan; yönetici ve denetçi kadrolarındaki değişiklikler, önemli tutarda olağandışı gelir ve kârlar, birleşme ve devralmalar, maddi duran varlıklar ile ilgili işlemler, şirketin faaliyetlerine (faaliyet alanının

---

<sup>229</sup> Bakkalcı, Şebnem, S. 75 vd.

<sup>230</sup> Yanlı, Veliye, Özel Durumların Kamuya Açıklanmasında İçsel Bilgi Kavramı, Düzenleyen: Borsa İstanbul, Anonim Ortaklıklar ve Sermaye Piyasası Hukukunda Güncel Gelişmeler Türk Alman Uluslararası Sempozyumu, 25-26 Haziran 2010, S. 267. (Kısaltma: İçsel Bilgi Kavramı) "Alman Hukukunda, içsel bilginin, özellikle, ihracının faaliyet alanında ortaya çıkan durumlara ilişkin olması halinde onu doğrudan ilgilendirdiği kabul edilmekte ve sadece ihracıyı doğrudan ilgilendiren içsel bilgilerin kamuya açıklanması gerekmektedir. Hükmün açık ifadesi karşısında, içsel bilgi sadece sermaye piyasası aracına ilişkin ise ve doğrudan ihracıyı etkilemiyorsa, bu durum açıklama yükümlülüğünün doğması için yeterli görülmemektedir." Bkz. Yanlı, İçsel Bilgi Kavramı, S. 267.

değiştirilmesi, tesis açılması/kapatılması), mali yapısına, finansal duran varlıklarına (duran varlık alışı/satışı/kiralanması), yönetim kontrolüne vb. ilişkin değişiklikler şirketi doğrudan ilgilenecek değişiklikler; şirket faaliyetlerinin yasal veya idari işlemler sonucunda kısmen veya tamamen durması ya da yapılmasının imkansız hale gelmesi, şirket varlıklarının doğal afetler, yangın, su basması gibi olaylar sonucu zarara uğraması; faaliyet gösterilen sektöre ilişkin mevzuat değişiklikleri veya yetkili kurumlarca alınan kararlar nedeniyle şirketin faaliyetlerinin veya mali durumunun etkileneceğinin belli olması gibi gelişmeler şirketi dolaylı etkileyen gelişmeler olarak gösterilebilir.

ÖDT'ye ve ÖDR'e bakıldığında, nelerin açıklanacağına ilişkin genel bir sayısal kriter öngörülmediği anlaşılmaktadır. ÖDR'de maddi duran varlıklar, davalar gibi özellikli konularda referans değerlere yer verilmiştir.

Kamuya açıklama yapma zorunluluğu açısından topluluk şirketleri arasındaki ilişkilerde ortaya çıkan durumların da incelenmesi gerekmektedir. Ana ortaklıkta meydana gelen gelişmenin, ihraççı bağlı ortaklığın sermaye piyasası araçlarını etkileyecek nitelikte olması halinde, öğretilerdeki görüşler uyarınca, ihraççı bağlı ortaklığın gelişmeyi bilip bilmediğine bakılır.<sup>231</sup> Eğer ihraççı bağlı ortaklık, ana ortaklıktaki gelişmeyi bilmiyor ise kamuya açıklama yapması gerekmeyecektir. Hem ana hem de bağlı ortaklığın, sermaye piyasası araçları işlem görmekteyse ana ve bağlı ortaklık aynı faaliyet alanındaysa, bağlı ortaklığın faaliyet alanındaki bir gelişmenin ikisi tarafından da kamuya duyurulması gerekir.<sup>232</sup> Ana ortaklığın faaliyetlerinde, finansal yapısında ve yönetim/sermaye ilişkilerinde bağlı ortaklığın faaliyetlerini, finansal yapısını ve yönetim/sermaye yapısını değiştirecek önemli ölçüde değiştirecek bir gelişme varsa, bu gelişmenin de bağlı ortaklık tarafından kamuya duyurulması gerekmektedir. Halka açık ana ortaklığın, halka kapalı bağlı ortaklıklarındaki gelişmeler, halka açık ortaklığın finansal tablolarına etkisi dikkate alınarak değerlendirilmelidir.

<sup>231</sup> Yanlı, Veliye, İçsel Bilgi Kavramı, S. 266.

<sup>232</sup> Yanlı, Veliye, İçsel Bilgi Kavramı, S. 260.

#### **IV. HABER VEYA SÖYLENTİLERİN DOĞRULANMASI**

ÖDT md. 8’de, ihraççı tarafından kamuya açıklanan bilgilerden farklı olarak, basın yayın organlarında, ihraççının sermaye piyasası araçlarının fiyatını, değerini ve yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek haberlerin yayımlanmış olması halinde, ihraççının alması gereken tutum düzenlenmektedir. Söz konusu madde uyarınca, Kurul ya da ilgili borsanın talep, uyarı veya bildirimini beklemeksizin, ihraççı bu haberlerin doğru ya da yeterli olup olmadığı konusunda kamuya açıklama yapmalıdır.

Eğer haber veya söylentiler, daha önce kamuya açıklanan bilgilere dayanılarak ihraççı hakkında yapılan yorum, analiz, tahmin ve değerlendirmeye ilişkinse, tekrar kamuya açıklama yapmaya gerek bulunmamaktadır (ÖDT md. 9/3).

#### **V. GELECEĞE YÖNELİK DEĞERLENDİRMELERİN AÇIKLANMASI**

ÖDT md. 10’da ihraççıların geleceğe yönelik değerlendirmelerini<sup>241</sup>, kamuya açıklamaları kendi tercihlerine bırakılmıştır. Eğer ihraççı geleceğe yönelik değerlendirmelerini kamuya açıklamak istiyorsa; geleceğe yönelik değerlendirmeler yönetim kurulu onayına veya yönetim kurulunun yetki verdiği kişinin onayına bağlı olmalı, yılda en fazla 4 defa açıklama yapılmalı ve daha önce kamuya açıklanan hususlar ve gerçekleşenler arasında önemli ölçüde fark bulunması halinde, bu farka da açıklamada yer verilmelidir.

---

<sup>241</sup> ÖDT md. 4/1/d uyarınca, geleceğe yönelik değerlendirmeler, Geleceğe ilişkin içsel bilgi niteliğindeki plan ve tahminleri içeren veya yatırımcılara ihraççının gelecekteki faaliyetleri ile finansal durumu ve performansı hakkında fikir veren değerlendirmeleri ifade eder.



## **VI. İDARİ SORUMLULUĞU BULUNAN KİŞİLERİN İŞLEMLERİNİN AÇIKLANMASI**

ÖDT md. 11 uyarınca, idari sorumluluğu bulunan kişiler ve bunlarla yakından ilişkili kişiler ile ihraççının ana ortaklığı tarafından sermayeyi temsil eden paylar ve bu paylara dayalı diğer sermaye piyasası araçlarına ilişkin olarak gerçekleştirilen tüm işlemlerin, işlemi yapan tarafından kamuya açıklanması gerekir.

ÖDT md. 4 uyarınca, idari sorumluluğu bulunan kişiler (1) ihraççının yönetim kurulu üyelerini veya (2) yönetim kurulu üyesi olmadığı halde, ihraççının içsel bilgilerine doğrudan ya da dolaylı olarak düzenli bir şekilde erişen ve ihraççının gelecekteki gelişimini ve ticari hedeflerini etkileyen idari kararları verme yetkisi olan kişileri ifade etmektedir. Yine aynı madde uyarınca, idari sorumluluğu bulunan kişi ile yakından ilişkili kişiler ise (1) idari sorumluluğu bulunan kişinin eşini, çocuklarını ve idari sorumluluğu bulunan kişi ile söz konusu işlemin gerçekleştirildiği dönemde aynı evde ikamet eden kişileri, (2) idari sorumluluğu bulunan kişiler veya (1) numaralı alt bentte belirtilen kişiler tarafından idari sorumlulukları üstlenilen veya doğrudan ya da dolaylı olarak bu kişiler tarafından kontrol edilen veya bu kişiler yararına kurulmuş olan veya ekonomik çıkarları esas olarak bu kişilerin ekonomik çıkarları ile aynı olan tüzel kişi, kurum veya ortaklıkları, (3) sermaye piyasası aracı bir borsada işlem gören ihraççının Kurul düzenlemelerine göre hazırlanmış son yıllık finansal durum tablosundaki aktif toplamının %10 veya daha fazlasını oluşturan bağlı ortaklıklarının; (f) bendi ile bu bendin birinci ve ikinci alt bentlerinde belirtilen kişileri ifade etmektedir.

ÖDT'nin 11'inci maddesinin ikinci ve üçüncü fıkralarında, sorumluluğu bulunan kişiler ve bunlarla yakından ilişkili kişilerin yapacakları işlemlerin toplam tutarına göre açıklama istisnaları düzenlenmiştir. Eğer bu tutarların altında işlem yapılmışsa, söz konusu işlemlerin kamuya açıklanmasına gerek bulunmamaktadır.

## VII. AÇIKLAMANIN ŞEKLİ VE SÜRESİ

İhraççıların özel durumlarını KAP'a bildirirken kullanacakları formlar ÖDT'nin ekinde paylaşılmış ve bu yolla tüm ülke genelinde bir standart oluşturulmuştur. Bu sayede hem ihraççıların farklı şekiller kullanmasıyla açıklanacak bilginin özüne zarar verilmesi önlenecek hem de üçüncü kişilerin açıklanan bilgiyi kavraması kolaylaşacaktır.<sup>242</sup>

ÖDT'de aksi belirtilmedikçe, ihraççılar tarafından yapılacak açıklamaların derhal yapılması esastır. Özel durum açıklamaları, en geç durumun ortaya çıktığı günü izleyen üçüncü iş günü saat 08:00'a kadar KAP'ta duyurulur. İhraççıda idari sorumluluğu bulunan kişiler ve bunlarla yakından ilişkili kişilerin ihraççının paylarına ilişkin yaptıkları işlemlere ait özel durum açıklamalarının ortaya çıktığı veya öğrenildiği anda derhal kamuya açıklanması gerekmektedir. Borsalarda işlemlerin kapandığı saatten sonra açıklama yapılırsa, yatırımcıların değerlendirmeleri ve sağlıklı karar alabilmeleri için yeterli zaman, yatırımcılara tanınmış olur.

ÖDT md. 24/4 uyarınca, ihraççılar kamuya açıkladıkları içsel bilgileri, en geç kamuya açıklama yapıldıktan sonraki iş günü içinde internet sitelerinde ilan etmek ve söz konusu açıklamaları beş yıl süreyle internet sitelerinde bulundurmak zorundadırlar. 5. fıkrada ise özel durum açıklamalarının, TTK'nın 1524'üncü maddesi uyarınca yapılan düzenlemeler çerçevesinde ilan edildiği durumlarda, bu açıklamaları ihraççının İnternet sitesinde ilan etme ve saklama yükümlülüğü yerine getirilmiş sayılacağı belirtilmektedir. Ortaklığın internet sitesi, ÖDT md. 24'te uyarınca KAP'ta ihraççıya ilişkin genel bilgilerde yayınlanan internet sitesiyken, TTK md. 1524 uyarınca şirket tarafından tescil edilen internet sitesidir. Bu hükümler göz önüne alındığında iki farklı görüş ileri sürülebilir. İlk olarak hem KAP'ta hem de sicilde yer alan ortaklığa ait adresin aynı olması gerekliliğini ileri

<sup>242</sup> Aynı görüşte: Manavgat, Çağlar, HAO, S. 226

süren görüştür.<sup>243</sup> İkinci olarak ileri sürülebilecek görüş ise ÖDT md. 24/5'te bir istisna oluşturulduğudur. İstisna sebebiyle, ticaret siciline tescil ettirilen adresin, KAP'ta yayınlanan adresten farklı olması durumunda, sicilde yer alan adreste açıklama yapmak, yükümlülüğün yerine getirilmesi için kanaatimizce yeterlidir.

ÖDT md. 24 uyarınca, ortaklığın internet sitesinde yayınlanan açıklamalar 5 yıl boyunca sitede yer almalıdır. TTK md. 1524'te ise 6 aylık bir süre öngörülmektedir. Ancak TTK md. 1524/5'te diğer özel düzenlemeler saklı tutulmuştur. Dolayısıyla, ortaklığın sitesinde yapılan özel durum açıklamaları 5 yıl boyunca saklanmalıdır.

## **VIII. SÜREKLİ BİLGİLERİN KAMUYA AÇIKLANMASI**

ÖDT md. 4/1/p'de sürekli bilgi, içsel bilgilerin dışında kalan bilgiler olarak tanımlanmaktadır. Seçilen kavram olarak dönemsel kamuyu aydınlatmayı çağrıştırıyor olması ve tanımın çok genel ve belirsiz yapılmış olması, sürekli bilginin kapsamını belirsiz kılmaktadır. ÖDT'nin üçüncü bölümünde bu belirsizlik, sürekli bilginin kapsamı çizilerek, ortadan kaldırılmaktadır. İçsel bilgilere nazaran, sürekli bilgiler yoruma ihtiyaç duymaz. Düzenlemede yer alan bilgilerin açıklanması zorunludur.

ÖDT'de sürekli bilgi; ortaklığın sermaye ve yönetim kontrolündeki değişiklikler, ortaklığa ilişkin genel bilgiler ve genel kurula ilişkin bilgiler olmak üzere üç grup bilgidir oluşmaktadır.

Sermaye yapısına ve yönetim kontrolüne ilişkin değişiklikler, sürekli bilgi kapsamına giren birinci grup bilgilerdir. Eğer pay veya oy oranları, ÖDT md. 12'de sayılan eşitleri aşıyorsa veya altına düşüyorsa, bu durum kamuya açıklanmalıdır. ÖDT md. 13'te oy haklarının hesaplanma esaslarına yer verilmiştir ve bu esaslar dikkate alınarak eşğin aşılması veya altına düşülmesi kontrol edilmelidir.

---

<sup>243</sup> Manavgat, Çağlar, HAO, S. 226.

ÖDT md. 12 uyarınca, (i) bir gerçek veya tüzel kişinin ya da bu gerçek veya tüzel kişi ile birlikte hareket eden diğer gerçek veya tüzel kişilerin doğrudan veya dolaylı olarak payları borsada işlem gören bir ihraççının sermayesindeki payının veya toplam oy haklarının %5, %10, %15, %20, %25, %33, %50, %67 veya %95 ine ulaşması veya söz konusu oranların altına düşmesi halinde bu kişiler tarafından, (ii) bir kurucuya ait yatırım fonlarının doğrudan veya dolaylı olarak ihraççının sermayesindeki payının veya toplam oy haklarının %5, %10, %15, %20, %25, %33, %50, %67 veya %95 ine ulaşması veya söz konusu oranların altına düşmesi halinde kurucu tarafından açıklama yükümlülüğü yerine getirilir.<sup>244245</sup> Düzenlenen bu eşikler, TTK md. 198'de yer alan şirketler topluluğundaki hakimiyet eşikleri ile benzerlik göstermektedir. Eşiklerin belirlenmesinde, azınlık haklarının gözetilmesi ve hakimiyetin tespiti rol oynamaktadır.<sup>246</sup> %5 halka açık anonim şirketlerde azlık oranını, %10 diğer anonim şirketlerde azlık oranını ve şirketin kendi paylarını iktisap oranını, %20 TTK md. 198'deki bildirim yükümlüsü olan iştirak oranını, %25 karşılıklı iştirak oranını ve olağan genel kurul toplantı nisabını, %33 ve %50 esas sözleşme değişikliği ile ilgili genel kurul toplantı nisaplarını, %98 II-23.2 Birleşme ve Bölünme Tebliğ<sup>247</sup> md. 13 uyarınca kolaylaştırılmış birleşmeyi, md. 18 uyarınca kolaylaştırılmış bölünmeyi II-23.1 Önemli Nitelikteki İşlemlere İlişkin Ortak Esaslar ve Ayrılma Hakkı Tebliğ<sup>248</sup> md. 8 uyarınca borsa kotundan çıkmayı, %100 ise tam hakimiyeti ilgilendirmektedir.

<sup>244</sup> SOX Yasası'nda kontrol değişikliğine ilişkin %10 üzerine çıktığında bildirim yapılması düzenlenmiştir. Bizdeki kontrol değişikliğinin farklı eşiklerinde bildirim düzenlemesi, kontrol edenin gücünün açıklanması açısından önemlidir. SOX Yasası için Bkz. Yukarıda S. 14 Vd.

<sup>245</sup> SPK tarafından, ÖDT md. 12'nin uygulanmasında pratik hayatta sıkıntılar tespit edilmiş olunacak ki, 08.09.2017 Tarihli ve 33/1122 Sayılı Karar'da, "Sermaye yapısına ve yönetim kontrolüne ilişkin değişiklikler" başlıklı 12'nci maddesi kapsamında, sorumlular tarafından yapılması gereken açıklamaların zamanında ve eksiksiz yapılması yatırımcıların zamanında ve doğru bilgilendirilerek sermaye piyasasının güvenilir ve etkin bir ortamda işleyişinin sağlanması gerektiği; aksi takdirde, sorumluların Tebliğe aykırı eylemleri nedeniyle 6362 sayılı SPK'nun 103 üncü maddesi uyarınca müeyyideye maruz kalabilecekleri yönünde, SPK tarafından ilgilere uyarıda bulunulmuştur.

<sup>246</sup> Okutan Nilsson, Şirketler Topluluğu Hukuku, S. 522, 523.

<sup>247</sup> RG. Tarih 28.12.2013 Sayı 28865.

<sup>248</sup> RG. Tarih 24.12.2013 Sayı 28861.

ÖDT md. 122/3'te oy hakkının donduğu durumların<sup>249</sup> da hesaplamada dikkate alınacağı düzenlenmiştir. Oy hakkının donması, donma sebebinin devam ettiği süre boyunca oy hakkının kullanılabilmesi anlamına geldiğinden, pay sahibi genel kurula katılamaz, görüş bildiremez, oy kullanamaz.<sup>250</sup> Bu yüzden oy hakkının donması toplantı ve karar nisaplarını etkileyeceğinden, eşiklerin hesaplanmasında, bu paylar hesaplama dışında tutulmalıdır.<sup>251</sup>

Eşiklerin aşılması veya altına düşülmesi, doğrudan veya dolaylı yollarla gerçekleştirilebileceği gibi, birlikte hareket edilmesi suretiyle de gerçekleştirilebilir. Eşiğin aşılması veya altına düşülmesi pay devri yoluyla veya oy sözleşmesiyle ya da intifa hakkıyla doğrudan meydana gelebilir. Ortağın iştirak ettiği veya tüzel kişi ortağa iştirak eden ortaklıklar aracılığıyla sahip olunan pay veya oy hakkı sahipliğindeki değişiklikler sonucunda ise dolaylı suretle eşiğin aşılması veya altına düşülmesi gerçekleşmiş olacaktır.

Yukarıda da belirttiğimiz gibi eşiklerin aşılması veya altına düşülmesi, birlikte hareket etmek suretiyle de gerçekleştirilebilir. ÖDT md. 4/1/c'de birlikte hareket eden kişiler, bir ihraççının sermaye yapısında veya yönetim kontrolünde değişiklik oluşturmak amacıyla açık ya da zımni, sözlü ya da

---

<sup>249</sup> TTK uyarınca, 4 halde oy hakkının donması söz konusu olacaktır. (I) TTK m. 482-483 uyarınca, pay sahibinin sermaye taahhüdünde temerrüde düşmesi sonucunda şirketten ıskat edilmesinden sonra, paylar elden çıkarılamamış ve şirketin elinde kalmışsa, bu paylar genel kurul toplantısında nisabın hesaplanmasında dikkate alınmaz ve bu paylara ilişkin olarak şirket hiçbir pay sahipliği hakkı kazanamaz (TTK m.389). Bu yüzden üçüncü kişiye paylar devredilene kadar, oy hakkı donar-kullanılamaz. (II) TTK m. 434 uyarınca, birden fazla paya sahip olan pay sahibinin oy hakkının esas sözleşme ile sınırlandırıldığı haldir. Bu durumda, esas sözleşmede belirlenen sınır aşıldığında, aşılan BÖLÜM kadar oy hakkı donacaktır. (III) TTK m. 495 uyarınca, borsaya kote edilmiş nama yazılı paylarda, esas sözleşmede, iktisap edilebilecek nama yazılı paylar ile ilgili olarak iktisap edenin pay sahibi olarak tanınacağı, sermayeyi esas alan ve yüzde ile ifade edilen bir İktisap üst sınırı görülmüşse, bu sınırın aşılması halinde oy hakları donmaktadır. (IV) TTK m. 379 ve devamındaki maddeler uyarınca, bir şirket kendi paylarını iktisap etmişse, edindiği paylardan doğan oy haklarını kullanamaz . Bkz. Pulaşlı, Hasan, Şerhi C. 2 S. 1478, 1479.

<sup>250</sup> Yanlı, Veliye, Okutan Nilsson, Gül, Türk Ticaret Kanunu'nun 198. Maddesi Uyarınca Bildirim Yapılmamasının Anonim Şirketteki Oy Haklarına Etkisi, Editör: Burcu Göçet, Prof. Dr. Hamdi Yasaman'a Saygı Konferansı, İstanbul, Aralık 2017, S. 778, vd., Uygun, İ. Doğan, Şirketler Topluluğu Hukukunda Pay Sahipliği Haklarına Dayalı Hakimiyet, S. 64 vd., Okutan Nilsson, Şirketler Topluluğu Hukuku, S. 112, 113.

<sup>251</sup> Manavgat, Çağlar, HAO, S. 227, Yanlı Veliye, Okutan, Gül, , S. 778 vd., Uygun, İ. Doğan, S. 64 vd., Okutan Nilsson, Şirketler Topluluğu Hukuku, S. 112.

yazılı bir anlaşmaya dayanarak iş birliği yapan gerçek ve/veya tüzel kişiler şeklinde tanımlanmıştır. Tanımdan da çıkartılabileceği gibi, birlikte hareket eden kişilerin, birden fazla gerçek veya tüzel kişi olması ve birlikte hareket etme iradelerinin olması gerekmektedir.<sup>252</sup> Bu yüzden, akrabalık, ticari ilişkiler, geçmiş genel kurullarda aynı yönde oy kullanmış olmak, finansal tablolarla ilgili karar alınmasına, kar payları ve kazanç paylarının belirlenmesine veya yedek akçenin sermayeye veya dağıtılacak kara katılmasına ilişkin kararların görüşüldüğü genel kurulda belli bir yönde oy vermek birlikte hareketin varlığını göstermeye tek başına yeterli değildir.<sup>253</sup>

İkinci grup sürekli bilgi, ortaklığa ilişkin genel bilgilerdir. ÖDT md. 16'da ortaklığa ilişkin genel bilgilerin 2 gün içerisinde kamuya açıklanması gerekliliği düzenlenmiştir. Ortaklığa ilişkin genel bilgileri, ortaklığın merkezi<sup>254</sup>, sermayesi<sup>255</sup>, halka açıklık oranı<sup>256</sup> gibi ortaklığı tanıtıcı nitelikte

---

<sup>252</sup> “Birlikte hareket eden kişiler” kavramının en öne çıktığı konu zorunlu pay alım teklifidir. Pay alım teklifinin düzenlendiği II-26.1 Pay Alım Teklifi Tebliği md. 4/c’de ÖDT md. 4’e benzer birlikte hareket eden kişiler kavramının tanımı yapılmıştır. Burada farklı olan husus SERPK md. 26/2’de belirtilmiştir. Buna göre, birlikte hareket edenler, ortaklığın oy haklarının yüzde ellisinden fazlasına sahiptirler ve bu yolla ortaklığın kontrolünü ellerine geçirmektedirler. Birlikte hareket edenlerin, hakimiyeti ele geçirmelerinden sonra, küçük pay sahiplerinin paylarını ellerinden çıkartabilmeleri için, kontrolü ele geçirenler tarafından kendilerine pay alım teklifi sunulması zorunludur. Ayrıntılı bilgi için: Türkyılmaz, İsmail, Sermaye Piyasası Hukukunda Pay Alım Teklifi Zorunluluğu İstanbul 2015, S. 142 vd.

<sup>253</sup> Manavgat, Çağlar, HAO, S. 226, Türkyılmaz, S. 143, 144, Kolcuoğlu, Umut, Sermaye Piyasası Hukukunda Zorunlu Çağrı, İstanbul 2009, S. 162, Manavgat, Çağlar, Aleni Pay Alım Teklifi (Tender Offer-Takeover Bid), Ankara 1997 S. 228, (*Kısaltma: Pay Alım Teklifi*).

<sup>254</sup> Merkez değişikliğine ilişkin örnek açıklamalar için Bkz.

<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/595166>

<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/569053>

<sup>255</sup> Sermayeye ilişkin örnek açıklamalar için Bkz.

<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/690752>

<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/673164>

<sup>256</sup> Halka açıklık oranına ilişkin örnek açıklamalar için Bkz.

<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/319169>

<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/618230>

bilgiler şeklinde somutlaştırabiliriz.<sup>257</sup>

ÖDT md. 18 uyarınca, genel kurula ilişkin bilgilerin de kamuya açıklanması gerekmektedir. Buna göre; genel kurul toplantı tarihi, saati, yeri ve gündemine ilişkin yönetim kurulu kararı alınması, genel kurula katılma hakkının kullanımına ve toplam oy haklarına ilişkin bilgi, yönetim kurulu veya genel kurul tarafından kâr dağıtımına ilişkin karar alınması, genel kurul toplantı tutanağı ve hazır bulunanlar listesi, genel kurul toplantısının yapılamaması durumunda, bu durumun gerekçesi ve bir sonraki toplantının tarihine ilişkin bilgi, yeni pay ihracına ilişkin yönetim kurulu kararı alınması, yeni pay alma haklarının kullanımı, sermaye artırımı nedeniyle ihraç edilen payların iptali ve değiştirme hakkının bulunduğu durumlarda değiştirme işlemi hakkında bilgi, kayıtlı sermaye sistemini benimseyen ortaklıklarda sermaye artırımına ilişkin yönetim kurulu kararı kamuya duyurulmalıdır. Genel kurul tutanağının kamuya açıklanıyor olması, şirket menfaati ve ticari sır açısından tereddüde yol açabilir. Çünkü pay sahibi, TTK md. 437'de yer alan bilgi alma hakkına dayanarak, genel kurul sırasında şirket yöneticilerine yönelik soru sorabilir. Söz konusu sorular ve cevapları genel kurul tutanağına işlenecektir. Ancak unutulmamalıdır ki, TTK md. 437/3'te pay sahibinin bilgi alma hakkının şirket sırlarının açıklanacağı veya korunması gereken diğer şirket menfaatlerinin tehlikeye girebileceği gerekçesi ile reddedilebileceği hüküm altına alınmıştır. Dolayısıyla, pay sahibinin sorusuna verilecek cevap, ticari sır veya şirket menfaatine zarar verebilecek bilgi kapsamına giriyorsa, muhataplarca reddedilecek; bu nedenle de genel kurul tutanağında yer almayacaktır.

## **Diğer Düzenlemelerdeki Özel Durum Açıklamaları**

Başta SPK tebliğleri olmak üzere, mevzuatta bazı hallerin gerçekleşmesi durumunda, ÖDT hükümleri uyarınca özel durum açıklaması

---

<sup>257</sup> Manavgat, Çağlar, HAO, S. 226.

yapılması gerekliliği düzenlenmiştir. Bu hallerin başlıcalarına aşağıda yer vermek isteriz.

## **A. Sermayenin Kaybı ve Borca Batıklık**

Anonim ortaklık alacaklılarının, alacaklarının karşılığı olan ortaklık sermayesinin korunması önem arz etmektedir. Ortaklığın finansal durumunun bozulması halinde, sermayenin korunması ve bu yolla alacaklıların uğrayabileceği mağduriyetin önüne geçilmesi amacıyla TTK m. 376’da bir dizi tedbirler öngörölmüştür<sup>258</sup>. Ayrıca, SPK, 10.04.2014 tarihinde, “Halka Açık şirketler Bakımından 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu’nun (TTK) 376’ncı Maddesinin Uygulaması” başlığını taşıyan bir ilke kararı (“SPK İlke Kararı”) yayınlamıştır<sup>259</sup>.

TTK m. 376/1 uyarınca, yönetim kurulu, son yıllık bilançodan, sermaye ile kanuni yedek akçeler toplamının yarısının zarar sebebiyle karşılıksız kalması halinde, genel kurulu hemen toplantıya çağırması ve bu genel kurula uygun gördüğü iyileştirici önlemlerini sunması gerekmektedir. SPK İlke Kararı’na göre, halka açık ortaklığın yönetim kurulu, sermaye ve kanuni yedek akçelerin toplamının yarısının karşılıksız kaldığına ilişkin tespitini yapmalı ve II-14.1 Tebliği çerçevesinde finansal durum tablosu hazırlamalıdır.

Son yıllık bilançoya göre, sermaye ile kanuni yedek akçeler toplamının üçte ikisinin zarar sebebiyle karşılıksız kaldığının anlaşılmasıyla, TTK m. 376/2 uyarınca, yönetim kurulunun genel kurulu hemen toplantıya çağırması ve toplanan genel kurulun da sermayenin üçte biri ile yetinmeye

<sup>258</sup> Konuya ilişkin ayrıntılı bilgi için Bkz. Pulaşlı, Hasan, şirketler Hukuku, S. 460, vd., Pulaşlı, Hasan, şerhi, S. 1172, vd., TEKİNALP Ünal, Ortaklıklar Hukuku, S:244, vd.

<sup>259</sup> 10 Nisan 2014 tarihinde, 11/352 sayılı “Halka Açık şirketler Bakımından 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu’nun (TTK) 376’ncı Maddesinin Uygulaması” İlişkin SPK İlke Kararı, Bkz. <http://www.spk.gov.tr/apps/haftalikbulen/displaybulen.aspx?yil=2014&sayi=11> Erişim Tarihi. 1.05.2018.



veya sermayenin tamamlanmasına karar vermesi gerekmektedir. Genel kurulun bu kararlardan birini alamaması halinde, şirket kendiliğinden sona erecektir (TTK m. 376/2). SPK İlke Kararı uyarınca, yönetim kurulu, sermaye ile kanuni yedek akçeler toplamının üçte ikisinin zarar sebebiyle karşılıksız kaldığının tespitinde de II-14.1 Tebliği çerçevesinde finansal durum tablosu hazırlamalı ve borca batıklık değerlendirmesi yapıp genel kurula sunmalıdır.

TTK m. 376/3'te ise anonim şirketin borca batık olması hali düzenlenmiştir. Hüküm uyarınca, şirketin borca batık durumda bulunduğu şüphesini uyandıran işaretler varsa, yönetim kurulu, aktiflerin hem işletmenin devamlılığı esasına göre hem de muhtemel satış fiyatları üzerinden bir ara bilanço hazırlaması gerekmektedir. Çıkarılan ara bilançodan, aktiflerin, şirket alacaklılarının alacaklarını karşılamaya yetmediğinin anlaşılması hâlinde, yönetim kurulunun, bu durumu şirket merkezinin bulunduğu yer asliye ticaret mahkemesine bildirmesi ve şirketin iflasını istemesi gerekmektedir.

SPK İlke Kararı'na göre, II-14.1 Tebliği çerçevesinde ara dönem finansal rapor hazırlama yükümlülüğü bulunan şirketler için, işletmenin devamlılığı esasına göre hazırlanacak ara bilanço olarak II-14.1 Tebliği çerçevesinde hazırlanan periyodik finansal tablolar dikkate alınacaktır. Ayrıca, bilançoda yer alan duran varlıkların, SPK'nun değerlemeye ilişkin düzenlemeleri kapsamında değerlemesinin yapılmış olması gerektiği ve konuya ilişkin dipnotlarda değerlendirme hakkında bilgi verilmesi gerektiği belirtilmiştir.

SPK İlke Kararı'nda, TTK 376 bilançolarının yönetim kurulu kararı ile birlikte ÖDT kapsamında kamuya duyurulması gerektiği hüküm altına alınmıştır. SPK ilke Kararı'yla; faaliyet konusu sportif faaliyetler veya söz konusu faaliyetlerden elde edilen gelirlerin yönetilmesi olan halka açık ortaklıkların<sup>260</sup>, TTK 376 bilançosunda yer alan varlıklarını her durumda en

---

<sup>260</sup> SPK, finansal fair play kuralları kapsamında, sportif halka açık şirketlerin uyması gereken kuralları, 28.03.2008 tarihli ve 9/412 sayılı kararı ile "Faaliyet Konusu Sportif Faaliyetler

çok 2 yıllık, diğer halka açık ortaklıkların ise 5 yıllık periyotlarla yeniden değerlemesini yaptırmaları ve yeniden değerlendirme sonuçları ile oluşan fona ilişkin olarak periyodik finansal tabloların kamuya açıklandığı tarihler itibarıyla özel durum açıklaması yapmaları zorunlu kılınmıştır.

## **B. Birleşme ve Bölünmeye İlişkin Açıklamalar**

SPK tarafından çıkartılan II-23.2 Birleşme ve Bölünme Tebliği<sup>261</sup> (“II-23.2 Tebliğ”) halka açık ortaklıkların sermaye şirketleri, devralan şirket olmaları şartıyla şahıs şirketleri ve kooperatifler ile olan birleşme işlemlerini ve halka açık ortaklıkların taraf oldukları bölünme işlemlerini düzenlemektedir (II-23.2 Tebliğ m. 2)<sup>262</sup>.

Birleşme ve bölünme işlemleri, bu işlemlere taraf olacak şirketlerin yönetim organlarınınca bir karar alınması ile başlar (II-23.2 Tebliğ m.5). Söz konusu kararda şirketler birleşme veya bölünme işlemlerine taraf olma iradelerini açıkça ortaya koyacaklardır.

Birleşme veya bölünme işlemlerine taraf olma iradelerini ortaya koyan şirketler söz konusu işlemlerde esas alınacak finansal tablolarını hazırlayacaklardır (II-23.2 Tebliğ m.6). II-23.2 Tebliğ’in 6. maddesinde, birleşme veya bölünme işlemlerinin onaylanacağı genel kurul toplantısının yapıldığı hesap döneminin sonunu takip eden dördüncü ayın başı ile sekizinci ayın sonu arasında yapılması durumunda, birleşme veya bölünme

---

veya Söz Konusu Faaliyetlerden Elde Edilen Gelirlerin Yönetilmesi Olan Halka Açık veya Açılacak Ortaklıkların (sportif şirketlerin) Uyması Gereken Kriterler” adıyla belirlemiştir. İlgili karar, SPK’nın 20/10/2017 tarih ve 38/1279 sayılı Kararı ile yürürlükten kaldırılmıştır. Dolayısıyla, sermaye piyasası mevzuatında, sportif halka açık şirketlere özgü, düzenleme bulunmamaktadır.

<sup>261</sup> 28.12.2013 tarihli ve 28865 sayılı Resmi Gazete’de yayınlanmıştır.

<sup>262</sup> Birleşme ve bölünmeye ilişkin ayrıntılı bilgi için Bkz. Manavgat, Çağlar, HAO, S. 576, vd., Tarhan, Damla Gül, Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Önemli Nitelikteki İşlemler ve Sonuçları, İstanbul, 2018, S. 148, v.

işlemlerinde son yıllık finansal tabloların esas alınacağı hüküm altına alınmıştır. Örneğin genel kurulun Mayıs 2018 tarihinde gerçekleştirilmesi durumunda 2017 yılına ilişkin yıllık finansal tabloları dikkate alınacaktır. Ancak, genel kurul toplantısının bu dönemin dışındaki bir tarihte yapılması halinde, en az altı aylık faaliyet dönemini kapsayacak ve finansal tablo tarihi ile genel kurul toplantı tarihi arasında altı aydan fazla süre geçmeyecek şekilde düzenlenecek ara dönem finansal tabloları esas alınacaktır (II-23.2 Tebliğ m.6).

Birleşme veya bölünme işlemlerine esas alınacak finansal tabloların, Kurul'un muhasebe standartlarına ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde hazırlanmış ve bağımsız denetim standartları çerçevesinde özel bağımsız denetimden geçirilmiş olması ve denetçi tarafından söz konusu raporlarla ilgili olarak olumlu görüş bildirmiş olması zorunludur (II-23.2 Tebliğ m.6). Ancak, birleşme veya bölünme işlemlerine esas alınacak finansal tabloların Kurul düzenlemeleri uyarınca bağımsız denetiminin yapılmış olması halinde, ayrıca özel bağımsız denetimden geçirilmesine gerek yoktur.

II-23.2 Tebliğ'in 7. maddesi uyarınca birleşme ve bölünme işlemlerine taraf olan şirketlerin işleme esas alınan finansal tablolarının tarihi itibarıyla malvarlıklarının değerinin ve değişim oranlarının tespiti amacıyla bir uzman kuruluş raporu hazırlanması gerekmektedir<sup>263</sup>. Yapılacak değerlendirme, SPK'nın değerlemeye ilişkin düzenlemeleri kapsamında yapılacaktır<sup>264</sup>.

TTK m. 145 ve m. 166'da, birleşme/bölünmeye katılan şirketlerin yönetim organları tarafından imzalanacak bir birleşme/bölünme sözleşmesinin hazırlanmasına hükmedilmiştir. Bölünmede, bölünen şirket malvarlığı yeni kurulacak bir şirket veya şirketlere bölünüyorsa, bölünen

---

<sup>263</sup> Uzman kuruluş raporu alma zorunluluğu, TTK m. 148'in ilk halinde de yer almaktaydı. Ancak 6335 Sayılı Kanun ile yapılan değişikliklerle, bu zorunluluk kaldırılmıştır. II-23.2 Tebliğ'de halka açık şirketler için bu zorunluluğun korunuyor olması yerinde olmuştur. Aynı görüşte Bkz. Manavgat, Çağlar, HAO, S. 575.

<sup>264</sup> Değerleme hizmeti verecek şirketlere ilişkin esaslar, SPK'nun 17.07.2003 tarih ve 37/875 sayılı kararında belirlenmiştir. Bkz. <http://www.spk.gov.tr/DaireDuyuruKarar/Dosya/20>

şirketin bölünme sözleşmesi yerine bir bölünme planı hazırlaması gerekir. Birleşme sözleşmesinin ve birleşme planının içereceği asgari unsurlar II-23.2 Tebliğ'in eklerinde belirtilmiştir.

II-23.2 Tebliğ ile birlikte birleşme ve bölünme işlemlerinde yapılacak duyuru metninin onaylanması sistemi kabul edilmiştir. II-23.2 Tebliğ m. 5 kapsamında, şirketlerin taraf oldukları birleşme ve bölünme işlemlerinde içeriği Kurul'ca belirlenerek birleşme veya bölünme işleminin onaylanacağı genel kurul toplantı tarihinden en az 30 gün önce kamuya açıklanacak duyuru metninin hazırlanması ve SPK'dan onay alınması gerekmektedir.

Birleşme ve bölünme işlemlerine taraf şirketlerin yönetim organları birleşme ve bölünme işlemlerinin onaylanması amacıyla genel kurulu toplantıya çağırmalıdır. Halka açık şirketler için esas sözleşmelerinde aksine hüküm bulunmaması halinde genel kurula çağrı en az üç hafta öncesinden yapılmış olmalıdır.

Birleşme/bölünme işlemleri SERPK m. 23'te önemli nitelikteki işlemler arasında sayıldığından bu işlemlerin onaylanacağı genel kurullarda aranan nisaplar ayrıca belirlenmiştir (II-23.1 Tebliğ<sup>265</sup> m.7). Buna göre; esas sözleşmelerinde açıkça oran belirtilmek suretiyle daha ağır nisaplar öngörülmediği takdirde, toplantı nisabı aranmaksızın, genel kurula katılan oy hakkını haiz payların üçte ikisinin olumlu oy vermesi şartı aranır. Ancak, toplantıda sermayeyi temsil eden oy hakkını haiz payların en az yarısının hazır bulunması hâlinde, esas sözleşmede açıkça daha ağır nisaplar öngörülmedikçe, toplantıya katılan oy hakkını haiz payların çoğunluğu ile karar alınır.

Birleşme ve bölünme işlemlerinin genel kurulca onaylanmasından sonra yönetim organlarınca, birleşme/ bölünmeye ilişkin tüm belgeler, alınması zorunlu izinler ve sermaye artırılması halinde sermaye artırımını

---

<sup>265</sup> II-23.1 Önemli Nitelikteki İşlemlere İlişkin Ortak Esaslar ve Ayrılma Hakkı Tebliği, 24.12.2013 tarihli ve 28861 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.

kararı ve buna ilişkin esas sözleşme değişikliği tescil için ilgili sicile sunulmalıdır (II-23.2 Tebliğ m. 19). Birleşme/bölünme ancak söz konusu genel kurul kararlarının ticaret siciline tescili ile birlikte geçerlilik kazanır.

II-23.2 Tebliğ m.8’de birleşme/bölünme işlemlerinde, işleme taraf şirketlerden en az birinin paylarının borsada işlem görmesi halinde, ÖDT kapsamında yapılacak özel durum açıklamalarına yer verilmiştir. Buna göre, birleşme/bölünmeye taraf olan şirket (ikisinin de payları borsada işlem görüyorsa şirketler) işleme ilişkin yönetim kurulu kararı alındığı, SPK’ya başvuru yapıldığı, uzman kuruluş görüşünün alındığı, birleşme/bölünme sözleşmesinin veya planının imzalandığı, birleşme/bölünme raporunun hazırlandığı halleri özel durum açıklaması yoluyla kamuya duyurmalıdır. Ayrıca SPK tarafından onaylanan duyuru metni, Birleşme/bölünme sözleşmesi veya planı, birleşme/bölünme raporu, son üç yıllık finansal raporları, uzman kuruluş raporu, birleşme sonrası tahmini açılış bilançosu, varsa son üç yıllık bağımsız denetim raporları, varsa ara dönem finansal raporları, varsa gayrimenkul değerlendirme raporları KAP’ta kamuya paylaşılmalıdır.

### **C. Kayıtlı Sermaye Sistemine İlişkin Açıklamalar**

Kayıtlı sermaye sistemi, genel kurulun, ana sözleşmede belirlenen sermaye tavanına kadar sermaye arttırma yetkisini yönetim kuruluna tanıdığı sermaye sistemidir<sup>266</sup>. Halka açık anonim ortaklıklar için kayıtlı sermaye sistemi, SERPK m. 18’de ve II-18.1 Kayıtlı Sermaye Sistemi Tebliğ’inde<sup>267</sup> (“II-18.1 Tebliğ”) düzenlenmiştir. SPK m. 18 uyarınca, halka açık anonim ortaklıkların kayıtlı sermaye sistemini kabul etmeleri ihtiyaridir ve kabul

<sup>266</sup> Kayıtlı sermaye sistemine ilişkin ayrıntılı bilgi için Bkz. Moroğlu, Erdoğan, Anonim Ortaklıklarda Sermaye Arttırımı, İstanbul, 2018, S. 321, Vd., Cenkçi, Esra, Kayıtlı Sermaye Sistemi, İstanbul, 2015, Bahtiyar, Mehmet, Anonim Ortaklıklarda Kayıtlı Sermaye Sistemi ve Sermaye Arttırımı, İstanbul 1996.

<sup>267</sup> 25.12.2013 tarihli ve 28862 sayılı Resmi Gazete’de yayınlanmıştır.

etmeleri durumunda SPK'dan izin almaları gereklidir. Ortaklığın başlangıç sermayesi 100.000 TL'dan az olmamalı ve esas sözleşmesinde kayıtlı sermaye sistemine ilişkin hükümlerin yer alıyor olması gerekir (II-18.1 Tebliğ m. 5).

II-18.1 Tebliğ'inde, kayıtlı sermaye sistemine ilişkin bazı hallerin, özel durum açıklaması yoluyla kamuya duyurulması düzenlenmiştir.

II-18.1 Tebliğ m. 12'de, halka açık ortaklıkların, kayıtlı sermaye tavanının arttırılması, SPK tarafından verilen izin süresinin uzatılması, sermaye artırımını ve yönetim kurulunun imtiyazlı veya nominal değerinin üzerinde veya altında pay çıkarılmasına, pay sahiplerinin yeni pay alma haklarının sınırlandırılmasına, imtiyazlı pay sahiplerinin haklarının kısıtlanmasına ilişkin kararları kamuya açıklanmalıdır.

II-18.1 Tebliğ m. 13 uyarınca, yönetim kurulunun kayıtlı sermaye sistemine ilişkin kararlarına karşı, şirket merkezinin bulunduğu yer asliye ticaret mahkemesinde, kararın iptaline yönelik dava açılabilir. İptal davası açılması halinde, ortaklık, iptal davasının açıldığını ve eğer yönetim kurulu kararının icrasının geri bırakılması kararı verilirse ilgili kararı ve mahkemenin nihai kararını SPK'ya bildirmekle yükümlüdür (II-18.1 Tebliğ m. 14). Ayrıca, II-18.1 Tebliğ m. 14'te, İptal davası açılması halinde, sözü edilen iptal davasının açıldığı hususunu, mahkemece aleyhine iptal davası açılan yönetim kurulu kararının icrasının geri bırakılmasına karar verildiği takdirde bu kararı, davaya ilişkin nihai mahkeme kararını ve mahkeme kararının kesinleşmesi halinde bu husus ÖDT kapsamında ortaklık tarafından kamuya açıklanması hüküm altına alınmıştır.

#### **D. Önemli Nitelikteki İşlemlere İlişkin Açıklamalar**

Halka açık anonim ortaklıkların bazı işlemleri, önemli nitelikteki işlemler olarak değerlendirilmiş ve buna ilişkin usul ve esaslar SERPK'da ve

II-23.1 Önemli Nitelikteki İşlemlere İlişkin Ortak Esaslar ve Ayrılma Hakkı Tebliğ<sup>268</sup> (“II-23.1 Tebliğ”) düzenlenmiştir<sup>269</sup>. Hangi işlemlerin önemli nitelikteki işlem olduğu hususu, II-23.1 Tebliğ’in 5. maddesinde düzenlenmiştir. Hüküm uyarınca; ortaklıkların kendi tüzel kişilikleri ile ilgili, (I) birleşme, bölünme işlemlerine taraf olması, tür değiştirme veya sona erme kararı alması, (II) mal varlığının tümünü veya önemli bir bölümünü devretmesi veya kiraya vermesi veya mal varlığının tümü veya önemli bir bölümü üzerinde aynı hak tesis etmesi, (III) faaliyet konusunu tümüyle veya önemli ölçüde değiştirmesi, (IV) imtiyaz öngörmesi veya mevcut imtiyazların kapsam veya konusunu değiştirmesi, (V) borsa kotundan çıkma kararı alması, (VI) ilişkili taraflarından önemli ölçüde mal varlığı edinmesi veya kiralaması, (VII) yapmayı planladıkları bedelli sermaye artırımlarında ortaya çıkan nakit sermaye koyma borcunun, ortaklığa nakit dışındaki varlık devrinden kaynaklanan borçlara mahsup edilmek suretiyle yerine getirilmesi, (IX) yapmayı planladıkları bedelli sermaye artırımlarında, sermaye artırımından elde edilecek fonun ortaklığın mevcut sermayesini aşması ve Kurulun ilgili düzenlemelerinde tanımlanan ilişkili taraflara olan ve ortaklığa nakit dışındaki varlık devirlerinden kaynaklanan borçların kısmen veya tamamen ödenmesinde kullanılacak olması önemli nitelikteki işlem sayılmıştır.

II-23.1 Tebliğ m. 5 uyarınca, ortaklıkların halka açılma öncesinde verdikleri vaatler, taahhütler veya esaslı durumlarından önemli derecede farklılık arz eden veya somut bir konuda daha önceden bir vaat veya taahhütte bulunulmamış olsa da beraberce değerlendirildiğinde ortaklığın faaliyetleri ve/veya ticari hayatında önemli ölçüde değişiklik yaratacak iş ve işlemler, SPK tarafından önemli nitelikteki işlem olarak değerlendirilebilecektir. Bu işlemlerde dikkate alınacak önemlilik kriteri II-23.1 Tebliği’nin 6. maddesinde belirtilmiştir.

---

<sup>268</sup> 24.12.2013 tarihli ve 28861 sayılı Resmi Gazete’de yayınlanmıştır

<sup>269</sup> Tarhan, Damla Gül, Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Önemli Nitelikteki İşlemler ve Sonuçları, İstanbul, 2018, Yanlı, Veliye, Halka Açık Şirketlerde Önemli Nitelikli İşlemler, İnönü Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, Ocak 2015, C. 6sayı 2., Manavgat, Çağlar, HAO, S. 291, Vd.

Önemli nitelikteki işlemlere ilişkin gerekçeli yönetim kurulu kararı, bağımsız yönetim kurulu üyelerinin oyu da belirtilerek, ayrılma hakkı<sup>270</sup> kullanım fiyatı ile birlikte kamuya açıklanmalıdır (II-23.1 Tebliğ m. 5/3). Önemli nitelikteki işlemlere ilişkin kamuya yapılacak açıklamada, ilgili kriterlerin sağlanıp sağlanmadığına ve önemli nitelikteki işlem olarak değerlendirilip değerlendirilmediğine ilişkin yönetim kurulu kararı ve oran hesaplamalarına yer verilir.

II-23.1 Tebliğ m. 7 uyarınca, ortaklıkların önemli nitelikteki işlemleri genel kurul onayına sunulur. Genel kurulda, önemli nitelikteki işlemlere ilişkin kararlar esas sözleşmelerinde açıkça belirtmek suretiyle daha ağır nisap öngörülmediği sürece, toplantı nisabı aranmaksızın genel kurula katılan oy hakkını haiz payların üçte ikisinin olumlu oyu ile alınır (II-23.1 Tebliğ m. 7). Ancak, toplantıda sermayeyi temsil eden oy hakkını haiz payların en az yarısının hazır bulunması hâlinde, esas sözleşmede daha ağır nisaplar öngörülmedikçe, toplantıya katılan oy hakkını haiz payların çoğunluğu ile karar alınır. Bu nisapları hafifleten esas sözleşme hükümleri geçersizdir.

## **E. Geri Alınan Paylara İlişkin Açıklamalar**

### **1. Genel Olarak**

TTK m. 379 uyarınca, anonim şirketlerin kendi paylarını iktisap etmeleri kural olarak yasaktır. Bu yasak, şirket malvarlığının ve şirket pay sahipleri ile alacaklıların haklarının korunması amacını gütmektedir<sup>271</sup>.

---

<sup>270</sup> Halka açık anonim ortaklıkta pay sahibinin ayrılma hakkı SERPK m. 24'te ve II-23.1 Tebliği'nde düzenlenmektedir. Ayrılma hakkı sayesinde, önemli nitelikte işlemlere ilişkin genel kurul toplantısına katılıp da olumsuz oy kullanan ve muhalefet şerhini toplantı tutanağına işleyen pay sahipleri, paylarını halka açık ortaklığa satarak ortaklıktan ayrılma imkanı bulurlar. Ayrıntılı bilgi için Bkz. Adıgüzel, Burak, Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ayrılma Hakkı, Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi C. XVIII yıl 2014 sayı 2, S. 1 Vd., Bektaş, İbrahim: Halka Açık Anonim Ortaklıkların Önemli Nitelikteki İşlemleri Nedeniyle Doğan Ayrılma Hakkı ve Pay Alım Teklifi Zorunluluğu, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü 60. Yıl Armağanı, Ankara 2015, (S. 749-828).

<sup>271</sup> Manavgat, Çağlar, HAO, S. 540.



Şirketin kendi paylarını iktisap etmesi, şirket malvarlığını zayıflatmakta ve sermayenin iadesi sonucunu doğuracağından şirket alacaklılarının haklarını ihlal etmektedir. Yasakoyucu bu hususları gözeterek anonim şirketlerin belirli şartlar altında kendi paylarını iktisap etmelerine izin vermiştir.

Halka açık anonim ortaklıkların kendi paylarını<sup>272</sup> edinmeleri işlemlerine hem TTK m. 379 ve devamındaki maddeler hem de bu maddelere ilave olarak SERPK m.22 uygulanır. SPK tarafından, SERPK m. 22'ye dayanılarak, Geri Alınan Paylar Tebliğ II-22.1<sup>273</sup> ("II-22.1 Tebliğ") çıkartılmıştır. II-22.1 Tebliğ'inde, ortaklıkların kendi paylarını satın alması, geri alınan payların elden çıkartılması veya itfası, bu hususların kamuya açıklanması ve geri alımların bilgi suistimali veya piyasa dolandırıcılığı sayılmayacağı hallere ilişkin düzenlemeleri içermektedir.

## 2. Pay Geri Alımının Sınırları

Anonim şirketin kendi paylarını alımında, alınacak payların miktarının, esas veya çıkarılmış sermayenin %10'unu aşmaması gerekmektedir (TTK m. 379, II.-22.1 Tebliğ m. 9). Buna göre, %10 ve %10'un altında kalan miktar anonim şirketlerce iktisap edilebilir. Bir üçüncü kişinin şirket paylarını kendi adına fakat şirket hesabına edinmesinde de bu sınır göz önünde bulundurulacaktır. Ayrıca, ana şirketin paylarının bağlı şirket tarafından edinildiği hallerde de %10 sınırı gerekmektedir (SERPK m. 22/2).

<sup>272</sup> Halka açık ortaklıkların kendi paylarını iktisabına ilişkin ayrıntılı bilgi için Bkz. Manavgat, Çağlar, HAO, S. 535, Vd.

<sup>273</sup> 03.01.2014 Tarihli ve 28871 Sayılı Resmi Gazete'de yayınlanmıştır.

### 3. Pay Geri Alımında Yetki

Kural olarak payın geri alımında yönetim kurulunun yetkilendirilmesi gerekmektedir. Genel kurul tarafından verilecek bu yetki, payları borsada işlem gören ortaklıklar için en çok 3 yıl süreli olacak olup ayrıca yetki kararında iktisap edilecek payların toplam itibari değerleri belirtilerek iktisap edilecek paylara ödenebilecek bedelin alt ve üst sınırı gösterilmelidir.

Yönetim kurulunun bu yetkiyi talep etmesi için somut ve yakın bir tehlikeye işaret etmesi şart değildir. Bu yetki, hiçbir sebep gösterilmeden sadece gereğinde kullanılmak üzere genel kuruldan talep edilebilir. Söz konusu yetki, yönetim kurulu tarafından hazırlanan geri alım programının genel kurul toplantısında onaylanması suretiyle verilir. Geri alım programının içermesi gereken hususlar, II-22.1 Tebliğ m. 8'de düzenlenmiştir.

Diğer taraftan bazı istisnai durumlarda yönetim kurulunun yetkilendirilmesine gerek olmadan da şirket kendi paylarını iktisap edebilir (TTK m. 381). Bu hükmün öngörülme amacı yakın ve ciddi bir tehlikenin varlığı halinde genel kuruldan yetki kararı alınmasının tehlikeye hemen müdahale olanağını ortadan kaldıracığı ve bunun sonucunda şirketin menfaatlerinin zarar göreceği düşüncesidir. Yakın ve ciddi tehlikenin akla gelen ilk örnekleri, şirketin kendi paylarını iktisap edememesi durumunda borca batık bir kişiden alacağın tahsil edilememesi, hisse senetlerinin borsada ani düşmesi veya düşebilecek durumda olması, şirket hakimiyetinin başka bir grubun eline geçmesi veya geçecek olmasıdır<sup>274</sup>. Fakat, yakın ve ciddi tehlikenin var olup olmadığı, her somut olayın kendi koşullarına göre değerlendirilmelidir.

Payların yetki kararı alınmadan iktisabı halinde yönetim kurulu yapılacak ilk genel kurulda pay sahiplerine, (i) iktisabın sebep ve amacı; (ii) iktisap edilen payların sayısı, itibari değerlerinin toplamı ve sermayenin ne

---

<sup>274</sup> TTK m. 381 Madde Gerekçesi

kadarını temsil ettiği; ve (iii) iktisap edilecek payların bedeli ve ödeme şartları hakkında yazılı bilgi vermelidir. Ortaklık tarafından, program kapsamında veya yakın ve ciddi bir kayıptan kaçınmak amacıyla genel kurulun yetkilendirmeye ilişkin kararı olmadan yönetim kurulu kararıyla yapılması planlanan geri alımların tamamlanmasını izleyen üç iş günü içerisinde geri alınan paylar için ödenmiş olan azami ve ortalama bedel, geri alımın maliyeti ile kullanılan kaynak, geri alınan toplam pay sayısı ve bu payların sermayeye oranı kamuya açıklanmalıdır (II-22.1 Tebliğ m. 12).

TTK m. 379/3 uyarınca, iktisap edilecek payların bedellerinin karşılanacağı kaynağın durumunun iktisap edilecek payların bedelleri düşüldükten sonra, kalan şirket net aktifinin, en az esas veya çıkarılmış sermaye ile kanun ve esas sözleşme uyarınca dağıtılmasına izin verilmeyen yedek akçelerin toplamı kadar olması gerekmektedir.

#### **4. Kamuyu Aydınlatma Yükümlülüğü**

II-22.1 Tebliğ'in 12 ve 13. Maddelerinde, kendi paylarını geri alacak anonim ortaklıklara kamuyu aydınlatma yükümlülüğü getirilmiştir. Payları borsada işlem gören ve görmeyen şekilde ikili bir ayrıma gidilmiş, her biri için ayrı kamuyu aydınlatma düzenlemesi yapılmıştır.

II-22.1 Tebliğ m. 12 uyarınca, Geri alım programı, genel kurul toplantısı tarihinden en az üç hafta önce, payları borsada işlem gören anonim ortaklık tarafından yapılacak bir özel durum açıklaması ile duyurulmalı ve eşanlı olarak ortaklığın internet sitesinde yayımlanmalıdır.

Genel kurul onayına sunulmuş bir geri alım programında genel kurul tarafından herhangi bir değişiklik yapılması halinde değiştirilmiş program, genel kurul tarihini izleyen ilk iş günü özel durum açıklaması ile kamuya duyurulmalı ve internet sitesinde yayımlanmalıdır (II-22.1 Tebliğ m. 12).

Ortaklık paylarının bağı ortaklıkları tarafından geri alımının yapılması söz konusuysa; yetkili organ kararlarının, kamuya açıklanması gereklidir.

Geri alım işlemlerine başlanmadan iki iş günü önce, ortaklık ve/veya bağı ortaklığı tarafından, geri alım yapılması planlanan dönemin başlangıç ve bitiş tarihleri, geri alıma konu payların nominal tutarı ile sermayeye oranına ilişkin özel durum açıklaması yapılmalıdır.

Geri alım işlemi tarihini izleyen iş günü seans başlamadan önce, işleme konu payların nominal tutarı, sermayeye oranı, işlem fiyatı, program çerçevesinde daha önce geri alınan payların nominal tutarı, varsa bu paylara bağı imtiyazlar ve işlem tarihi hususlarını içeren bir özel durum açıklaması yapılmalıdır.

Geri alınan payların elden çıkarılması durumunda; işlem tarihini izleyen iş günü seans başlamadan önce, işleme konu payların nominal tutarı, işlem fiyatı, sermayeye oranı, kalan payların sermaye oranı, gerçekleşen kazanç/kayıp tutarı, varsa bu paylara bağı imtiyazlar ve işlem tarihi hususlarını içeren bir özel durum açıklaması yapılmalıdır.

Yakın ve ciddi bir kayıptan kaçınmak amacıyla yapılacak geri alım işlemlerine ilişkin olarak; (I) geri alım işlemlerine başlanmasından en az iki iş günü önce ortaklık tarafından yapılacak bir özel durum açıklaması ile geri alım yapılacağı hususu, söz konusu geri alımın amacı, geri alıma konu pay miktarı ve ödenecek azami tutar kamuya duyurulur ve (II) geri alımlar kapsamında ve geri alımların tamamlanması üzerine gerekli özel durum açıklamaları yapılır.

II.22.1 Tebliğ m. 13'te ise Paylan borsada işlem görmeyen anonim ortaklıklar için kamuyu aydınlatma yükümlülüğü düzenlenmiştir. 12. Maddeye ilave olarak, 13. Madde uyarınca, Bu ortaklıklar, geri alımı pay alım teklifi yoluyla gerçekleştireceği için, teklifin onayı için SPK'a yapılan başvuru ve yapılan teklifin sonuçları konusunda kamuya açıklama yapmaları gerekmektedir.

## 5. Pay Geri Alımının ve Satımının Yapılamayacağı Haller

II-22.1 Tebliği'nin 10. maddesinde, geri alım ve satım işlemlerinin yapılamayacağı haller düzenlenmiştir. Hüküm uyarınca; (I) ortaklıkça açıklanması ertelenmiş içsel bilgiler olması durumunda ve (II) esas sermaye sisteminde olan ortaklıklar tarafından sermaye artırımına ilişkin genel kurul kararı alındığı tarihten, kayıtlı sermaye sisteminde olan ortaklıklar tarafından ise sermaye artırımına ilişkin yönetim kurulu kararı alındığı tarihten sermaye artırım işlemlerinin tamamlandığı tarihe kadar, ortaklıklar ve/veya bağlı ortaklıkları tarafından bir geri alım veya satım işlemi yapılamaz.

## 6. Payın Elden Çıkarılması

II-22.1 Tebliğ m. 19 uyarınca, düzenlemelere aykırı geri alınan payların, şirket için herhangi bir kayba yol açmadan devirleri mümkün olduğu anda ve her halükarda payların iktisabından itibaren bir yıl içinde elden çıkarılması gerekmektedir. Fakat burada elde edilen payların şirket esas veya çıkarılmış sermayesinin %10'unu aşan kısmının elden çıkarılması gereklidir, %10'un altında kalan BÖLÜM için elden çıkarma söz konusu değildir.

Elden çıkarılması gereken payların süresinde elden çıkarılmaması durumunda bu paylar sermayenin azaltılması yoluyla hemen yok edilir. Buradaki "hemen" sözcüğünden kasıt, payların hiç vakit geçirmeden yok edilmesidir. Bu sözcük, "şirket için uygun bir zamanda" şeklinde anlaşılabilir.

## 7. Paya İlişkin Hakların Durumu

Şirketin iktisap ettiği kendi payları ile bağlı şirket tarafından iktisap edilen ana şirketin payları, ana şirketin genel kurulunun toplantı nisabının hesaplanmasında dikkate alınmaz (TTK m. 389). Bedelsiz payların iktisabı hariç, şirketin devraldığı kendi payları hiçbir pay sahipliği hakkı vermez. Bağlı şirketin iktisap ettiği ana şirket paylarına ait oy hakları ile buna bağlı haklar donar (TTK m. 389).

### F. Açıklamanın Ertelemesi

İhraççı, içsel bilginin ortaya çıktığı veya öğrenildiği an, içsel bilgiyi kamuya derhal açıklamakla yükümlüdür. Ancak, ÖDT’de bazı durumlarda ihraççıya, açıklamayı erteleme imkânı tanımıştır. Ertelenen bu süreç içerisinde, içsel bilginin gizli tutulmasından ihraççı sorumludur. Ertelemeden sonra, SPK tarafından gerekli görülürse, erteleme kararı incelenebilir (ÖDT md. 7).

Açıklamanın ertelenmesi rejimi, açıklama yoluyla ihraççının menfaatinin zarar görmesi riskini bertaraf etmek amacıyla ortaya konulmuştur. Belirtmek gerekir ki, açıklamanın ertelenmesi tanımı gereği bir istisna hükmü olup, istisnai durumlarda uygulanması gerekir.

Hem Türk düzenlemesi olan ÖDT md. 6’da hem de AB düzenlemesi olan MAR art. 17’te ihraççının, sorumluluğu kendisine ait olmakla birlikte, açıklamayı erteleyebileceği haller üç grupta toplanmıştır. Bunlar; (i) şirketin meşru çıkarlarının zarar görmemesi, (ii) kamuoyunun yanıltılmaması ve (iii) içsel bilginin gizliliğinin sağlanmasıdır. Ertelemenin yapılabilmesi için bu üç şartın bir arada olması gerekir.

## 1. Şirketin meşru çıkarlarının zarar görmemesi

Şirketin meşru çıkarlarının zarar görmemesi, açıklamanın ertelenmesi sebeplerinden biridir. Şirketin meşru çıkarları, özellikle devam eden işlem/müzakereler ve başka bir organın onayına ihtiyaç duyan yönetim kararlarıyla ilgili olabilir. Bu iki durum örnek niteliğinde olup, erteleme gerektiren farklı durumlar da ihraççının meşru menfaati kapsamında değerlendirilebilir.<sup>275</sup> Tabi ki bu değerlendirmeyi yapacak ve erteleme kararını alacak kişi, sorumluluğu yüklenen ihraççıdır.

Devam eden işlem/müzakerelere ilişkin bilgiler iki gruba ayrılabilir. Birincisi, müzakere sonucun veya müzakere sürecinin açıklanmasıyla zarar görebilecek ticari ilişkilere ilişkin görüşmelerdir. Örneğin; bir pay devri müzakerelerinde, geniş çaplı özel incelemeden (due diligence) önce niyet mektuplarının verilmesinin açıklanması ertelenebilir. Durum incelemesinden sonraki karşılıklı niyet mektuplarının verilmesi ihtimalinde ise kamuya açıklama yapılması gerekir.<sup>276</sup> Çünkü, içsel bilgi belirli hale gelmiş, kesinlik kazanmıştır. İkinci işlem/müzakereler ise ihraççının mali sıkıntı yaşadığı dönemde, mali sıkıntıdan çıkabilmesi için yaptığı, eğer kamuya açıklanırsa, potansiyel ve mevcut pay sahiplerine zarar verebilecek işlem/müzakerelerdir. Örneğin; mali durumu iyi olmayan bir şirket, kredi alımı için bir bankayla görüştüğünü kamuya açıklarsa, bu açıklama kendisinin mali durumunu olumsuz yönde etkileyebilir. Bu olumsuz etki, mevcut ve potansiyel pay sahiplerine de yansiyacaktır.

ÖDR'de de belirtildiği gibi, ihraççı, üçüncü kişilerin çıkarlarının zarar görmemesi için açıklama yapmaktan kaçınamaz. İhraççının gözetmesi gereken, üçüncü kişilerin veya topluluk üyelerinin çıkarları değil, salt kendi

---

<sup>275</sup> ÖDR'de; bir ihaleye teklif verilmesi durumunda bu durumun kamuoyu tarafından bilinmesinin teklifin reddedilmesi sonucunu doğuracağı durumlarda ve sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını ve yatırım kararlarını etkileyebilecek yeni bir ürün, patent veya icat ortaya konulduğu durumlarda ihraççı, açıklamayı erteleme hakkı olduğunu iddia edebileceği örnek olarak sayılmıştır.

<sup>276</sup> Yanlı, İçsel Bilgi Kavramı, S. 269, 270.

çıkarlarıdır. Ancak üçüncü kişilerin ve topluluğun diğer üyelerinin çıkarları ihraççıyla örtüşüyorsa, dikkate alınmalıdır.<sup>277</sup>

## 2. Kamuoyunun Yanıltılmaması

İhraççı, eğer meşru menfaati varsa, kamuyu yanıltmamak koşuluyla, içsel bilgiyi açıklamayı erteleyebilir (ÖDT md. 6/1 MAR md. 17). Menkul yatırımcının yatırım kararının temelini öğrendiği (ihraççı tarafından kamuya açıklanan) içsel bilgi oluşturduğundan, hangi bilginin yatırımcıyı yanıltmayacağını tespit etmek zordur. Eğer bu şart geniş yorumlanırsa, erteleme rejiminin de kapsamı daralacaktır.

Eğer bir bilgi, piyasadaki konsensusla ters düşüyorsa, ertelemenin yatırımcıyı yanıltmayacağını söylemek mümkün değildir. Yani yatırımcıların, piyasadaki fiyatları ve analizleri dikkate alarak oluşturduğu değerlendirme ile öğreneceği bu bilginin ters düşmesi muhtemelse, ihraççı kamuyu yanıltmamak için açıklamayı ertelememelidir. Tabi yukarıda da belirttiğimiz gibi, burada kıstas olarak makul yatırımcı baz alınmalıdır.

Eğer içsel bilginin açıklanmasının ertelenmesi, yatırımcıların yanılmasına neden olacaksa, öte yandan da açıklanması ihraççının menfaatine zarar verecekse, bu durumda genel bir açıklama yapılması tercih edilebilir.<sup>278</sup> Örneğin; bir müzakereye ilişkin ayrıntı verilmeden, sadece müzakerenin yapılıyor olduğu kamuya duyurulabilir<sup>279</sup>. Böylece hem müzakerenin yapıldığına dair yatırımcıya bilgi verilmiş olur hem de ayrıntıya inilmediği için ihraççının menfaati gözetilmiş olur.

<sup>277</sup> Yanlı, Veliyet, İçsel Bilgi Kavramı, S. 270.

<sup>278</sup> Hellsten, Linda, Disclosure and Delayed Disclosure of Inside Information in the Light of the EU Market Abuse Regulation, Yüksek Lisans Tezi, 2015, S. 47.

<sup>279</sup> Müzakere yapıldığına ilişkin genel nitelikteki açıklamalara örnek için Bkz.

<https://www.kap.org.tr/Bildirim/541507>

<http://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/575922>



İhraççı, içsel bilginin açıklamasını ertelemişse, buna uygun hareket etmelidir. Ertelenen içsel bilgiyle çelişkili davranışlarda/açıklamalarda bulunmamalı, başka yollarla bu bilgiyi açıklamamalıdır. Ayrıca daha önce açıklanan bilgiye ilişkin değişiklik olmuşsa, bu bilginin ertelenmesi söz konusu olamaz. Örneğin; yönetim kurulu tarafından, şirketin başka bir şirketle birleşeceğine ilişkin müzakerelerin sona erdiği duyurulmuşsa ve daha sonra müzakereler tekrar başlamışsa, müzakerelerin yeniden başladığı kamuya açıklanmalıdır.<sup>280</sup> Çünkü yatırımcıyla paylaşılan içsel bilgi güncelliğini yitirmiştir ve bunun düzeltilmesi gerekir. ÖDT 8/2 uyarınca, içsel bilgiye ilişkin haber veya söylentilerin yayılması halinde, erteleme kararı alınmış bir içsel bilginin erteleme sebebi ortadan kalkmış sayılacak ve ihraççının bu bilgiyi kamuya açıklaması gerekecektir.<sup>281</sup> Bu süreçte, kamunun yanıltıldığı algısı yaratacak, çelişkili açıklamalardan ve yalanlamalardan kaçınılmalıdır.<sup>282</sup>

### 3. İçsel Bilginin Gizliliğinin Sağlanması

İhraççı, meşru çıkarına zarar vermemesi için açıklamayı erteleme karar almışsa ve açıklamanın ertelenmesi yatırımcıları yanıltmayacaksa, ihraççı, içsel bilginin gizliliğini sağlamalıdır. Eğer bilginin gizliliği sağlanamazsa, ihraççı, ertelenen bilgiyi derhal kamuya açıklamalıdır (ÖDT md. 6, MAR md. 17).

İhraççılar açıklanması ertelenen içsel bilgilerin gizliliğini sağlamak ve bu bilgilere erişimi kontrol etmekle yükümlüdür. ÖDT md. 6/3 uyarınca, bu yükümlülük doğrultusunda ihraççılar; (i) içsel bilgilere erişimi olan kişiler listesinde yer alanlar haricindeki kişilerin bu bilgilere erişimini önleyecek etkin düzenlemeler yapmak, (ii) içsel bilgilere erişimi olan kişilerin içsel

<sup>280</sup> Yanlı, İçsel Bilgi Kavramı, S. 264.

<sup>281</sup> Almanya'da eğer ihraççı, söylentinin şirketten sızan bilgiden kaynaklanmadığına eminse, ertelenen bilginin açıklanmasına gerek görülmemektedir. Bkz. Hellsten, S. 49. Kanaatimizce, ülkemizde de benzer uygulamaya gidilmelidir. Aksi takdirde, açıklamanın ertelenmesi rejiminin kapsamı iyice daralacaktır.

<sup>282</sup> Yanlı, İçsel Bilgi Kavramı, S. 269.

bilgiler ile ilgili olarak Kanun ve ilgili mevzuatta yer alan yükümlülükleri kabul etmesini ve bu bilgilerin kötüye kullanımı veya yayılması ile ilgili yaptırımlardan haberdar olmasını sağlayacak gerekli önlemleri almak, (iii) içsel bilgilerin gizliliğinin sağlanamaması halinde açıklanmasını sağlamak zorundadır. İlgili hüküm kapsamında, ihraççı içsel bilgilere erişimi olan kişiler listesi hazırlamalı ve bu listede yer alan kişileri konuya ilişkin eğitime tabi tutmalıdır.

#### **4. Açıklaması Ertelenen Bilginin Sonradan Kamuya Duyurulması**

İhraççının meşru menfaatinin zarar görmemesi maksadıyla, açıklaması ertelenen içsel bilgi, erteleme sebepleri ortadan kalkar kalkmaz kamuya açıklanmalıdır. Yapılacak açıklamanın içeriğini, ertelenen içsel bilgi ve erteleme sebepleri oluşturur. Açıklamadan sonra SPK erteleme sebeplerini inceleyebilir (ÖDT md. 6/2).

Burada üzerinde düşünülmesi gereken nokta, açıklanması ertelenen bilginin, erteleme sebepleri ortadan kalktıktan sonra, içsel bilgi olma niteliğini yitirdiği durumda da açıklamanın yapılıp yapılmayacağı hususudur. Kanaatimizce, içsel bilgi niteliğini yitirmiş bir bilginin, kamuyla paylaşılmasının bir önemi yoktur. Çünkü sermaye piyasası oyuncuları, güncel bilgiye ihtiyaç duyar. Bu yüzden, sermaye piyasası aracının fiyatını etkileyecek nitelikte olmayan bir bilginin açıklaması gerekmeyecektir.<sup>283</sup>

### **G. İçeriden Öğrenenlerin Ticareti Suçu**

#### **1. Tanımı**

Ülkemizde, içeriden öğrenenlerin ticareti kavramı, ilk olarak Ünal Tekinalp tarafından, ABD’de tercih edilen “insider trading”, Avrupa’da tercih

<sup>283</sup> Aynı yönde Bkz. Yanlı, İçsel Bilgi Kavramı, S. 270.

edilen “insider dealing” ifadelerine karşılık olarak ortaya konulmuş<sup>284</sup> ve geniş kesimlerce benimsenmiştir.<sup>285</sup> Bununla birlikte, bazı yazarlarca, “insider trading” ifadesinden etkilenerek, insider muameleri/insider işlemleri kavramları da tercih edilmektedir.<sup>286287</sup>

Ülkemizdeki düzenlemelere bakıldığında, içeriden öğrenenlerin ticareti suçu, ESERP’da yer almamış; 1992 yılında yapılan değişiklikle ESERP’ya eklenmiştir.<sup>288</sup> SERP’da ise 106. Maddede<sup>289</sup> içeriden öğrenenlerin ticareti kavramı yerine bilgi suiistimali ifadesi tercih edilmiştir. İlgili maddede, içeriden öğrenenlerin ticaretinin tanımına doğrudan yer verilmemiştir. Madde uyarınca, içeriden öğrenenlerin, kendisine veya bir başkasına menfaat temin etmek amacıyla, öğrendikleri içsel bilgilere dayalı olarak ilgili sermaye piyasası araçları için alım ya da satım emri vermeleri veya verdiği emri değiştirmeleri veya iptal etmeleri içeriden öğrenen suçunu meydana getirmektedir. Bu işlemleri gerçekleştiren kişilere, ikinci fıkra uyarınca, 2 yıldan 5 yıla kadar hapis cezası veya adli para cezası uygulanacaktır.

İçeriden öğrenenlerin ticareti kavramının tanımı için doktrine bakıldığında, farklı tanımlamalarla karşılaşılmaktadır. Alman doktrinini benimseyen görüşe göre kavram; “insider olarak nitelendirilen kişilerin,

<sup>284</sup> Tekinalp, Ünal, “İçerden Öğrenenlerin Ticareti Sorunu”, İktisat ve Maliye Dergisi, 33, S.9, 1986, S. 310.

<sup>285</sup> Yanlı, Veliye, Kamunun Aydınlatılması, S. 141; İhtiyar, Mustafa, S. 180; Paslı, Ali, Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi (Corporate Governance), İstanbul 2004, S.138; Hacımahmutoğlu, S.147; Küçüksözen, Cemal, Yatırımcının Korunması, S. 34, 177; Manavgat, Çağlar, “Türk Hukukunda “İçerden Öğrenen” Kavramı”, Batider, C.19 Sayı 4, S. 179, (Kısaltma: İçerden Öğrenen).

<sup>286</sup> Bu yazarlara yapılan atıflar için Bkz. İhtiyar, Mustafa, S. 180., Bakkalcı, Şebnem, S. 12 vd.

<sup>287</sup> Biz, hâkim görüş tarafından benimsenen ve kanun koyucu tarafından da tercih edilen “içeriden öğrenenlerin ticareti” kavramını kullanacağız.

<sup>288</sup> ESERP’nin ilk halinde, içeriden öğrenenlerin ticareti suçunun yer almaması, düzenlemenin diğer ülke düzenlemelerinden uzakta olduğu ve Türk sermaye piyasalarının diğer ülke sermaye piyasalarının gerisinde olduğu gerçeğini kanaatimizce bizlere hatırlatmaktadır. Çünkü ilgili düzenlemeler, ABD, İngiltere ve diğer ülkelerde yaklaşık yarım asır öncesinde kanunlaştırılmıştır. Örneğin, ABD’de 1933 tarihli kanunda yer almamasına rağmen, 1934 tarihinde çıkartılan kanunda, içeriden öğrenenlerin ticareti suçu düzenlenmiştir.

<sup>289</sup> Maddenin gerekçesinde, düzenleme ile, içsel bilgilere kamuya duyurulmadan önce sahip bulunan kişilerin, bilgiye diğer yatırımcılardan daha önce sahip olma ve buldukları konumun verdiği avantaj ile haksız menfaat elde etmeleri önlenmesinin ve caydırıcılığın teminin amaçlandığı belirtilmektedir.

henüz borsada ve ilgili kişilerce bilinmeyen gizli konu ve bilgilerden spekülâtif kazanç sağlamak veya bir zarardan kurtulmak gayesi ile haksız bir şekilde yararlanmaları, insider bilgisini kötüye kullanmalarıdır”.<sup>290</sup> Farklı bir tanımlama uyarınca içeriden öğrenenlerin ticareti; “HAAO ile ilgili olan ancak henüz kamuya açıklanmamış bulunan önemli bir bilginin, şirket ile özel bir ilişki sonucu veya diğer bir sebeple elde edilmesi ve şahsi bir menfaat sağlamak amacıyla şirketin menkul kıymetleri üzerinde kullanılmasıdır”<sup>291</sup>. Son olarak, kavramı geniş ve dar anlamlarıyla ele alan tanımlamaya göre, dar anlamda içeriden öğrenenlerin ticareti, “içerideki bilginin kullanılması yolu ile menfaat sağlayıcı menkul kıymet işlemi yapılmasını”, geniş anlamda içeriden öğrenenlerin ticareti ise “firmanın ticari faaliyetleri ve mali durumuna ilişkin gizli bilgilerin, şirkete ait hisse senedinin gelecekteki piyasa değerini değiştirme amacı ile kullanılarak menkul kıymet işlemi yapılması ve bu yol ile bir kazanç sağlanması veya muhtemel bir zarardan kaçınılmasını” ifade etmektedir.

## 2. Unsurları

SERPK md. 106 incelendiğinde, içeriden öğrenenlerin ticareti suçunun üç unsuru olduğu görülmektedir. Bunlar; (i) içsel bilgi unsuru, (ii) içeriden öğrenen unsuru ve (iii) bilgiden menfaat elde edilmesi unsurudur.

### a. İçsel Bilgi

İçsel bilgi, sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek henüz kamuya açıklanmamış bilgi olarak tanımlanabilir. SERPK md. 106’da da içsel bilginin, Doğrudan ya da dolaylı olarak sermaye piyasası araçları ya da ihraççılar hakkında, ilgili sermaye piyasası araçlarının fiyatlarını, değerlerini veya yatırımcıların

<sup>290</sup> Tekinalp, İçerden Öğrenenlerin Ticareti, S. 310.

<sup>291</sup> İhtiyar, Mustafa, S. 181.

kararlarını etkileyebilecek nitelikteki ve henüz kamuya duyurulmamış bilgi olma niteliğinden söz edilmektedir. Yukarıda, “İçsel Bilgi” başlığında yeterli açıklamayı yaptığımızdan, tekrara düşmemek için, bu bölümde açıklama yapmıyoruz.

## b. İçeriden Öğrenenler

SERPK md. 106’da içeriden öğrenenler sayılmaktadır. Buna göre; ihraççıların veya bunların bağlı veya hâkim ortaklıklarının yöneticileri, ihraççıların veya bunların bağlı veya hâkim ortaklıklarında pay sahibi olmaları nedeniyle bu bilgilere sahip olan kişiler, iş, meslek ve görevlerinin icrası nedeniyle bu bilgilere sahip olan kişiler, bu bilgileri suç işlemek suretiyle elde eden kişiler, sahip oldukları bilginin içsel bilgi niteliğinde bulunduğunu bilen veya ispat edilmesi hâlinde bilmesi gereken kişiler içeriden öğrenenler olarak kabul edilmektedir.<sup>292</sup>

Her ne kadar yasal düzenlemede yer almasa da içeriden öğrenenleri, birincil ve ikincil öğrenenler olarak iki gruba ayırmak mümkündür.<sup>293</sup> Birincil öğrenenler, şirketle ilişkisi nedeniyle, bilgiye doğrudan temas eden kişilerdir. İkincil öğrenenler ise, birincil öğrenenler aracılığıyla, içsel bilgiyi edinen kişilerdir. Örnek vermek gerekirse, madencilik alanında faaliyet gösteren bir şirketin, maden damarı bulunduğunu öğrenen yönetim kurulu üyesi, birincil öğrenendir. Yönetim kurulu üyesi, şirketin sermaye piyasası araçlarının fiyatını etkileyebilecek bu bilgiyi eşiyile paylaşırsa, eşi ikincil öğrenen olur. Tabii vurgulamak gerekir ki, kişinin içsel bilgiyi edinmesi, içeriden öğrenenlerin ticareti suçunun oluşması için yeterli değildir. Bu bilgiyi kullanarak menfaat elde etmesi gerekmektedir. Yani menfaat elde etmek amacıyla, öğrendikleri içsel bilgilere dayalı olarak ilgili sermaye piyasası

<sup>292</sup> ESERPK md. 47/A’da ise, ihraççıların, sermaye piyasası kurumlarının veya bunlara bağlı veya bunlara hâkim işletmelerin yönetim kurulu başkan ve üyeleri, yöneticileri, denetçileri, diğer personeli ve bunların dışında meslekleri veya görevlerini ifa etmeleri sırasında bilgi sahibi olabilecek durumda olanlarla, bunlarla temasları nedeniyle doğrudan veya dolaylı olarak bilgi sahibi olabilecek durumdaki kişiler içeriden öğrenen olarak kabul edilmektedir.

<sup>293</sup> Manavgat, İçeriden Öğrenen, S. 197, 198., Bakkalcı, Şebnem, S. 5 vd.

araçları için alım ya da satım emri vermeleri veya verdiği emri değiştirmeleri veya iptal etmeleri şarttır.

### **c. Bilgiden Menfaat Elde Edilmesi**

İçeriden öğrenenlerin ticareti suçunun ortaya çıkması için, fiyata etkili ve kamuya açıklanmamış bilginin elde edilmiş olması yeterli değildir. İçeriden öğrenenin, bu bilgiyi kullanarak menfaat elde etmesi veya bir zararı bertaraf etmesi gerekir. Bu durum SERPK md. 106'da da, "içeriden öğrenenlerin, kendisine veya bir başkasına menfaat temin etmek amacıyla..." Şeklinde ifade edilmiştir. Hükümden de anlaşılacağı gibi, sadece kendisi için değil, üçüncü bir kişinin menfaatine hareket etmesi, suçun oluşması için yeterlidir.

## BEŞİNCİ BÖLÜM

### SORUMLULUK, KAMUYU AYDINLATMA İLKESİNİN İHLALİNİN SONUÇLARI VE SPK’NIN GÖREV VE YETKİLERİ

#### I. KAMUYU AYDINLATMA YÜKÜMLÜLÜĞÜNDEN DOĞAN SORUMLULUK

##### A. SERPK’da Sorumluluğa İlişkin Hükümlerin Değerlendirilmesi

Kanun koyucu, SERPK md. 32’de kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluğu düzenlemiştir. Öte yandan kamuyu aydınlatmanın bir türü olan izahnameden doğan sorumluluğa SERPK md. 10’da yer vermiştir. Benzer düzenlemelerin kanunun farklı bölümlerinde yer alıyor olması, sistematikten uzak, dağınık bir yapı oluşturmaktadır.<sup>294</sup> Kanaatimizce, aynı madde içerisinde, fıkralar halinde düzenlemeye gidilebilirdi ve bu sayede dağınıklık önlenmiş olurdu.

Kanun koyucunun tutumuna ilişkin bir başka eleştiri, 32’nci maddenin başlığına yöneltilebilir. Madde başlığı “Kamuyu Aydınlatma Belgelerinden Sorumluluk” şeklinde düzenlenmiştir. Halbuki sorumluluğun kapsamını, kamuyu aydınlatmanın aracı olan belgelerden ziyade, kamuyu aydınlatmanın kendisi oluşturmaktadır. Bu yüzden, mevcut başlık yerine, “Kamuyu Aydınlatmadan Sorumluluk” şeklinde daha geniş bir başlık benimsenebilirdi.<sup>295</sup>

<sup>294</sup> Aynı yönde Manavgat, Çağlar, HAO, S. 229.

<sup>295</sup> Manavgat, Çağlar, HAO, S. 229.

## B. Hukuki Sorumluluk ve Unsurları

Hukukumuzda, kişinin uğradığı zararın tazmin borcunun kaynağını, ya sözleşmeden doğan sorumluluk ya da haksız fiilden doğan sorumluluk oluşturmaktadır. Haksız fiilden doğan sorumluluk, TBK m. 49 'd düzenlenmiştir. Madde uyarınca, kusurlu ve hukuka aykırı bir fiille başkasına zarar veren, bu zararı gidermekle yükümlüdür. Faksız fiilin; fiil, hukuka aykırılık, kusur, zarar, nedensellik bağı olmak üzere 5 unsuru vardır<sup>296</sup>.

Kamuyu aydınlatma belgelerinde yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgilerin olmasından doğan sorumluluk, hukuka aykırı fiilden doğan sorumluluk olduğundan, haksız fiil sorumluluğudur. TBK m. 49/2 uyarınca, özel bir sorumluluk hükmüyle düzenlenmemiş bütün hallerde bir kimse için haksız fiil sorumluluğunun söz konusu olması, TBK m. 49'daki şartların gerçekleşmesine bağlıdır. Bu yüzden, kamuyu aydınlatma yükümlülüğünün ihlalden doğan zararın tazmininde haksız fiil hükümlerine dayanabilmek için, haksız fiilin unsurlarının tespit edilmesi gerekmektedir.

### 1. Fiil

Bir kimsenin haksız fiilden sorumlu tutulabilmesi için, o kişinin bir fiilde (eylemde) bulunmuş olması gerekir<sup>297</sup>. SERPK md. 32 uyarınca, sorumluluk, kamuyu aydınlatma belgelerinde yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgilerin olmasından doğmaktadır. Kamuya açıklanan bilgilerin tutarlı olmaması veya eksik olması ya da yanlış olması durumlarının zarara yol açması halinde, zararın tazmini söz konusu olacaktır. Dolayısıyla, sorumluluğun fiil şartını, kamuyu aydınlatma belgelerinde yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgilerin olması teşkil etmektedir.

<sup>296</sup> Oğuzman, Kemal, Öz, Turgut, S. 30 Vd., Eren, Fikret, S. 468 Vd.

<sup>297</sup> Oğuzman, Kemal, Öz, Turgut, S. 12, Eren, Fikret, S. 30.



Kamuyu açıklanan bilginin eksik, yanıltıcı veya yanlış olduğunun tespiti için, kamuyu aydınlatma belgesinin tümüne bakmak gerekir.<sup>298</sup> Eğer kamuyu aydınlatma belgesinde paylaşılan bilgilerin tümü dikkate alındığında, eksiklik, yanıltıcılık veya yanlışlık giderilebiliyorsa, sorumluluk ortadan kalkacaktır. Pek tabii, yapılan açıklamalardan paylaşılan bilgilerin birbiriyle çelişmesi ve hangi bilginin doğru olduğu yatırımcı tarafından anlaşılabilmesi halinde, sorumluluğun ortadan kalkması mümkün olmayacaktır.

Kamuya açıklanan bilgilerin yanıltıcı olup olmadığı, makul bir yatırımcı gözüyle değerlendirilmelidir.<sup>299</sup> Sermaye piyasasında yer alan yatırımcı profiline bakıldığında, ilk defa piyasaya adım atmış yatırımcılardan, piyasada uzun zamandır aktif olarak bulunmuş, bu sayede bilgi ve tecrübe edinmiş yatırımcılara kadar geniş bir yelpaze söz konusudur. Dolayısıyla, ortalama tecrübe ve bilgiye sahip olan yatırımcı göz önünde tutularak, yanıltıcılık tespit edilmelidir. Aksi takdirde, sorumluluğun kapsamı haksız yere geniş tutulabilir ya da sorumluluğun kapsamı dar tutularak yatırımcının mağduriyetine yol açılabilir. Ortalama yatırımcı, piyasa kural ve uygulamaları hakkında ortalama bilgiye sahip, aralıklarla da olsa sermaye piyasasında yatırım yapan yatırımcı olarak açıklanabilir<sup>300</sup>.

## 2. Hukuka Aykırılık

Genel davranış kuralları, toplum içinde kişilerin yapmaları veya yapmamaları gerekli davranışları belirten kurallardır<sup>301</sup>. Bu kurallara aykırılık halinde, hukuka aykırılık gerçekleşmiş olur. Hukuka aykırı fiil nedeniyle zarar gören kişinin, ya mutlak hakkının ihlal edilmiş olması gerekir ya da koruyucu normun ihlali nedeniyle zarara uğramış olması gerekir<sup>302</sup>. Kamuyu aydınlatma belgelerinde eksik, yanıltıcı veya yanlış bilgilerin olması,

<sup>298</sup> Manavgat, Çağlar, HAO, S. 230. ABD yüksek mahkemesince verilen Basic Inc. V. Levinson, 1988 kararında da bu durum vurgulanmıştır.

<sup>299</sup> Manavgat, Çağlar, HAO, S. 232.

<sup>300</sup> Manavgat, Çağlar, HAO, S. 236.

<sup>301</sup> Oğuzman, Kemal, Öz, Turgut, S. 15 Vd.

<sup>302</sup> Oğuzman, Kemal, Öz, Turgut, S. 15 Vd.

yatırımcıları koruyucu norm olan, kamuyu aydınlatma düzenlemelerine aykırılık teşkil etmektedir. Sözü edilen düzenlemelerin ihlal edilmesi, haksız fiilin hukuka aykırılık unsurunu meydana getirecektir.

### 3. Zarar

Kamuyu aydınlatmadan doğan sorumlulukta zararın tespiti için, SERPK m. 32/4 kapsamında ve genel hükümler kapsamında olmak üzere ikili bir ayrıma gitmek gerekecektir.

SERPK md. 32/4'ten zarar kavramının tanımını çıkarmak mümkündür. Hüküm uyarınca, yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgilerin kamuya açıklandığı tarihten hemen sonra, borsada satın alınan veya satılan sermaye piyasası araçlarının, gerçeğe uygun bilginin ortaya çıktığı tarihten hemen sonra borsada satılması veya satın alınması üzerine yatırımcıların malvarlıklarında zarar meydana gelmesi hâlinde, madde kapsamında sorumluluktan söz edilebilecektir.

SERPK md. 32/4'ün yazımında tercih edilen “doğru bilginin ortaya çıkmasını” kamuya açıklanması olarak anlamak gerekmektedir. Çünkü bir bilgi kamuya açıklandığında, fiyata etkili hale gelebilir. Örneğin, kamuya açıklanan bilginin yanlış, yanıltıcı veya eksik olduğu, SPK denetiminde tespit edilmesi halinde, bu bilginin yatırımcılar tarafından bilinmesi, ancak kamuya açıklamayla mümkün olacaktır.<sup>303</sup>

Türk Hukuku'nda genel hükümler açısından, haksız fiil ve zarar ilişkisi fark kuramıyla açıklanmaktadır. Buna göre salt haksız fiilin varlığı zarar anlamına gelmez. Zarardan söz edilebilmesi için zarara uğrayan kişinin, haksız fiil sebebiyle mal varlığında azalma meydana gelmesi gerekmektedir.<sup>304</sup> Bu açıdan baktığımızda, hukuka aykırı bilginin kamuya

<sup>303</sup> Manavgat, Çağlar, HAO., S. 247.

<sup>304</sup> Eren, S. 521 vd., Oğuzman, M. Kemal, Öz, M. Turgut Öz, Borçlar Hukuku Genel Hükümler C. 2, Baskı 13, Eylül 2017, S. 38 vd., Manavgat, Çağlar, HAO, S. 260, Akdağ Güney, S. 49, Çamurcu, S. 49

açıklanmış olması, yatırımcıların zarara uğradığı anlamına gelmeyecektir. Aynı şekilde, yatırımcının işlem yaptığı fiyat ile hukuka aykırı bilgi açıklanmamış olsaydı oluşacak varsayımsal fiyat arasındaki fark zarar olarak yorumlanamaz.<sup>305</sup> Hukuka aykırı bilginin yol açtığı zarar, hukuka aykırı bilginin etkisinin kalkmasıyla fiyatta oluşan değişim nedeniyle mal varlığındaki azalmadır.<sup>306</sup>

SERPK m. 32/44'den farklı olarak, genel hükümler kapsamında tazminat talep edilebilmesi için, yatırımcının doğru bilginin ortaya çıkmasından sonra ters işlem yapmasına gerek bulunmamaktadır<sup>307</sup>. Eksik, yanlış veya yanıltıcı bilgi sebebiyle yükselen fiyattan alım yapan yatırımcı, doğru bilginin ortaya çıkmasıyla fiyatların düşmesi halinde, işlem yapmasa bile zarara uğramıştır. Uğranılan zarar, yatırımcının işlem yaptığı fiyat ile doğru bilginin ortaya çıkması nedeniyle fiyatın düştüğü son fiyat düzeyi arasındaki farktır. Bu noktada, doğru bilginin ortaya çıkmasıyla birlikte, sahip olduğu payını elinden çıkarmayan yatırımcının, ihmalinin olduğu ileri sürülerek, zarara uğramadığı düşünülebilir. Ancak kabul edilmelidir ki bu durum yatırımın doğal sonucudur<sup>308</sup>. Kasıt veya ihmal sebebiyle kamunun eksik, yanlış yanıltıcı aydınlatılmasından doğacak zararın, yatırımcıya yükletilmesi kabul edilemez.

SERPK m. 32/4 uyarınca, zararın oluşabilmesi için alım işleminin yanlış bilginin kamuya açıklandıktan sonra yapılması gerekmektedir. Yani yatırımcı yanlış bilginin kamuya açıklanmasından önce alım yapması, doğru bilginin açıklanmasıyla birlikte düşük fiyattan ters işlem yapması halinde, yatırımcının uğradığı zarar, SERPK m. 32/4 kapsamında tazmin edilmeyecektir. Sözü edilen zararın tazmini, genel hükümler uyarınca gerçekleştirilecektir.

SERPK m. 32/4'teki zarar yaklaşımının, genel hükümler bakımından öngörülen zarar yaklaşımından farklı olduğunu ortaya koyduktan sonra, ikisi

---

<sup>305</sup> Manavgat, Çağlar, HAO, S. 261

<sup>306</sup> Manavgat, Çağlar, HAO, S.261.

<sup>307</sup> Manavgat, Çağlar, HAO, S. 263

<sup>308</sup> Manavgat, Çağlar, HAO, S. 263.

arasında zamanaşımı bakımından da fark olduğunu belirtmek gerekir. SERPK m. 32/5 uyarınca, zamanaşımı süresi doğru bilginin ortaya çıkmasından itibaren 6 aydır. Genel hükümlere dayanılarak tazminat talebi ileri sürülmesi halinde, haksız fiiller için öngörülen 2 yıllık zamanaşımı süresi uygulanacaktır (TBK m. 72)<sup>309</sup>. Öğretide varlığını tespit edemesek de, Genel hükümler bakımından 2 yıllık zamanaşımına ilişkin farklı bir görüş de ileri sürülebilir. Bu görüş uyarınca, TBK m. 72 hükmünün genel hüküm, SERPK m. 32/5'in ise özel hüküm olduğu dikkate alındığında, her ne kadar zararın tespitinde genel hükümlere gidilse de zamanaşımı bakımından özel hükmün uygulanması gerektiği ileri sürülebilir. Kanaatimizce, 6 aylık zamanaşımı süresi, SERPK m. 32/4 hükmü için geçerlidir ve genel hükümler için uygulanması hükmün geniş yorumuna neden olacaktır. Ancak belirtmek isteriz ki, SERPK m. 32/4 uyarınca ortaya çıkan zararın tazmini için 6 aylık sürenin kaçırılması halinde de genel hükümlere gidilmesi söz konusu olmayacaktır.

Zararın hesaplanmasında dikkate alınacak fiyattaki yükselişin veya düşüşün sebebinin doğru tespit edilmesi önem arz etmektedir. Fiyattaki yükselme, yanıltıcı veya yanlış bilgidен kaynaklanmıyor olabilir. Yahut fiyattaki düşüşün sebebi, doğru bilginin ortaya çıkması değil, piyasadaki genel bir sıkıntı olabilir. Dolayısıyla, zarar açısından bu durumların iyi değerlendirilmesi gerekmektedir. Öte yandan da doğru bilginin kamuya açıklanmasına rağmen, fiyatlarda düşme görülmeyebilir. Örneğin, şirketin, olumlu bir gelişmeyi içeren açıklama yapması, hisse senedinin fiyatının düşmesini engelleyebilir. Bu durumda, yatırımcının zarara uğradığından söz edilemez.

---

<sup>309</sup> İzahname dışı kamuyu aydınlatmadan doğan sorumlulukta haksız fiil zamanaşımı süresi uygulanırken, izahnameden doğan sorumlulukta sözleşmeden doğan borçlar için uygulanan zamanaşımı dikkate alınacaktır. Daha önce tekrarladığımız gibi, bu çalışmada izahnameden doğan sorumluluğa yer verilmediğinden, bu hususu değerlendirmiyoruz.

#### 4. Nedensellik Bağı

Hukuka aykırı fiili işleyen kişiye, zararı tazmin borcu yükletilebilmesi için zarar ile fiil arasında nedensellik bağının olması gerekmektedir.<sup>310</sup> SERPK md. 32/4'te, yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgiler içeren kamuyu aydınlatma belgelerinin ise kamuya açıklandığı tarihten hemen sonra, borsada satın alınan veya satılan sermaye piyasası araçlarının, gerçeğe uygun bilginin ortaya çıktığı tarihten hemen sonra borsada satılması veya satın alınması üzerine yatırımcıların malvarlıklarında zarar meydana gelmesi hâlinde ileri sürülecek tazminat talepleri açısından kamuyu aydınlatma belgesi ile zarar arasında illiyet bağı kurulmuş sayılacağı düzenlenmiştir.

Türk Hukuku bakımından da uygulanabilir olduğunu düşündüğümüz ABD'de Broudo Kararı'nda<sup>311</sup> yüksek mahkeme nedensellik bağına ilişkin irdelemede bulunmuştur. Davaya konu olayda, bir grup pay sahibi, hisselerine sahip oldukları Dura Pharmaceuticals'a dava açmışlardır. İddialarına göre, antibiyotik satışlarının arttığına ve (resmi makamlarca onaylanmadığını belirtmeden) bir astım cihazının keşfine ilişkin şirketin açıklama yaptığını, bu açıklamaların hisse senedi fiyatlarını şişirdiğini ve bu yüksek fiyatlardan işlem yaptıklarını, dolayısıyla zarara uğradıklarını ileri sürmüşlerdir. Yerel mahkeme, yüksek fiyattan işlem yapmış olmanın zarar meydana getirdiğini kabul etmiştir. Yerel mahkemenin bu kararı, yüksek mahkemece bozulmuştur.

Yüksek mahkemeye göre, manipülatif işlemden dolayı zarar görüldüğünün ileri sürülebilmesi için bazı hususların ispatlanması

---

<sup>310</sup> Eren, Fikret, Borçlar Hukuku Genel Hükümler, 22. Baskı, Eylül 2017, S. 536, Akdağ Güney, Necla, Anonim Şirket Yönetim Kurulu Üyelerinin Hukuki Sorumluluğu, İstanbul 2010, S. 197, Altay, S. Anlam, Anonim Ortaklıkta Yönetim Yetkilerinin Devrinin Sorumluluğa Etkileri, İstanbul 2011, S. 274, Çamurcu, Emin, Anonim Ortaklıklarda Farklılaştırılmış Teselsül İlkesi Uyarınca Yönetim Kurulu Üyelerinin Sorumluluklarının Belirlenmesi, İstanbul 2015, S. 80, Doğan, B. Fatih, 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu'na Göre Anonim Şirket Yönetim Kurulunun Organizasyonu ve Yönetim Yetkisinin Devri, İstanbul 2011 S. 256.

<sup>311</sup> Dura Pharmaceuticals, I No: Michael Broudo, 544 US 2005.

gerekmektedir. Yüksek fiyattan işlem yapmış olmak, zarara uğranıldığı anlamına gelmez. Bir zarardan söz edebilmek için, öncelikle, yanlış veya yanıltıcı beyandan sonra, fiyatların yükselmesi ve yatırımcıların bu fiyattan işlem yapması gerekmektedir. Daha sonra basında veya resmi makamların açıklamalarında ilgili beyanın yanlışlığının veya yanıltıcılığının ortaya çıkması, bu sebepten ötürü de fiyatların düşmesi gerekmektedir. Bu gelişmelerden sonra, yatırımcının zarara uğradığından söz edilebilir. Ancak fiyatların düşmesinde, piyasadaki hareketlenmeler, ekonomik durum gibi yanlış veya yanıltıcı açıklamalardan kaynaklanmayan fiyat hareketleri de olabilir. Bu fiyat dalgalanmalarının, yanlış açıklamalardan doğduğunu söylemek mümkün olmayacaktır. Özet olarak, zarara uğradığını iddia eden yatırımcı, yüksek fiyattan işlem yaptığını ve açıklamanın yanlış olduğunun anlaşılmasıyla fiyatların düşmesi nedeniyle zarara uğradığını ispatlamalıdır.

Genel bir değerlendirme yapmak gerekirse, Droudo Kararı'nda, ispat yükünün zarara uğradığını iddia eden yatırımcıda olduğu ortaya konmuştur. Yatırımcının ispat etmesi gereken husus ise, yanlış veya yanıltıcı açıklamalardan sonra yükselen fiyatlara güvenerek işlem yaptığı ve gerçeğin anlaşılmasıyla fiyatların düşmesi neticesinde zarara uğradığıdır.

SERPK md. 32/5'te nedensellik bağının ortadan kalkacağı haller düzenlenmiştir. Buna göre; a) sermaye piyasası araçlarının alım veya satımının, kamuyu aydınlatma belgesine dayanmaması, b) sermaye piyasası araçlarının alım veya satımının kamuyu aydınlatma belgelerinde yer alan bilgilerin yanlış, yanıltıcı veya eksik olduğu bilinmesine rağmen yapılması, c) kamuyu aydınlatma belgelerinde yer alan yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgilere ilişkin düzeltmenin, yatırım kararının verilmesinden veya bu belgeye dayanarak işlem yapılmasından önce ilan edilmiş olması, ç) kamuya açıklanan belgede yer alan bilgiler yanlış, yanıltıcı veya eksik olmasaydı dahi yatırımcıların zarara uğrayacak olmaları hâllerinde, nedensellik bağı kesileceğinden, tazminat talebinde bulunulamaz. Hükümde sayılan nedenler, SERPK m. 32/4 kapsamında ortaya çıkacak zararlar için nedensellik bağına kesecektir. Örneğin, kamuyu aydınlatma belgelerinde yer alan yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgilere ilişkin düzeltmenin, yatırım kararının

verilmesinden veya bu belgeye dayanarak işlem yapılmasından önce ilan edilmiş olması halinde, genel hükümler açısından nedensellik bağı kesilmeyecektir. Genel hükümler bakımından, nedensellik bağının kesilmesi, bu hükümde yer alanlarla sınırlandırılmamalıdır.

Kamuya açıklanan hukuka aykırı bilgiler, sermaye piyasası aracının fiyatını etkiler. Bu etkilenmiş fiyattan işlem yapan yatırımcılar, etkilenmiş fiyat sebebiyle zarara uğradıkları durumlarda, zarar ile hukuka aykırı fiil arasında nedensellik bağı oluşmuş olacaktır. Ancak yatırımcı, hukuka aykırı bilgidan etkilenen fiyat dışında, başka saikle işlem yaptıysa, nedensellik bağı kesilecektir (SERPK md. 32/5/a). SERPK md. 32/5/a'da yer alan sermaye piyasası araçlarının alım veya satımının, kamuyu aydınlatma belgesine dayanmaması sebebiyle nedensellik bağının kesilmesi durumunun sınırlarını iyi belirlemek gerekmektedir. Çünkü açığa satış<sup>312</sup>, bilgisayar programları aracılığıyla işlem yapılması<sup>313</sup> gibi yatırımcıların kamuya açıklanan bilgiye doğrudan dayanmadan işlem yaptığı durumlarda nedensellik bağının kesileceğinin ileri sürülmesi gündeme gelecektir. Ancak, açığa satışta güncel borsa fiyatını yüksek bulan ve gün içinde düşüş bekleyen yatırımcı açığa satış yapması veya programa dayalı işlemlerde, işlem eşikleri piyasa fiyatına göre oluşması dikkate alındığında, bu tarz durumlarında nedensellik bağını ortadan kaldırmayacağı görülecektir.<sup>314</sup> Dolayısıyla, yatırımcının kamuya açıklanan hukuka aykırı bilgiye dayanmadan işlem yapmasını oldukça dar yorumlamak gerekmektedir.

SERPK md. 32/5'in (b) ve (c) bentlerinde, kamuya açıklanan hukuka aykırı bilginin yatırım kararında etkili olmamasının nedensellik bağını

---

<sup>312</sup> Açığa satış işleminde sahip olunmayan bir menkul kıymetin satılmasıyla kazanç elde edilmesi planlanmaktadır. Açığa satışı yapılacak olan menkul kıymet ödünç alınmakta bir başka deyişle borçlanılmaktadır. Daha sonra açığa satış yapan kişi tarafından ilgili menkul kıymet satın alınmakta ve ödünç alınan kişiye olan menkul kıymet borcu ödenmekte ve açığa satış yapan yatırımcı bu işlemlerden kazanç elde etmeyi beklemektedir. Açığa satış işlemleri için Bkz. Karabacak, Serkan, Açığa Satış İşlemleri, Sermaye Piyasası Yeterlilik Etüdü, İstanbul 2002, S. 9 vd.

<sup>313</sup> Algorithmic trading, algorithmic trader gibi isimler verilen programlar sayesinde, yatırımcılar tarafından sermaye piyasası araçlarının alımını ve/veya satım işlemlerinin yapıldığı elektronik platformlarda, emirlerin zamanlama, fiyat ve miktarı değişken olarak kabul eden, önceden hazırlanmış algoritmalara dayanan bilgisayar programlarıdır

<sup>314</sup> Manavgat, Çağlar, HAO, S. 248.

keseceği düzenlenmiştir. (b) bendi uyarınca, yatırımcı kamuya açıklanan bilginin yanlış, yanıltıcı veya eksil olduğunu bildiği halde işlem yaptıysa, hukuka aykırı fiil ile zarar arasındaki nedensellik bağı kesilmiş olacaktır. Örneğin, şirketin büyük bir ihaleyi kaybetmesine rağmen, kamuya ihaleyi kazandığı duyurulduysa ve gerçekte ihaleyi kazanan rakip firmanın yöneticisi şirketin sermaye piyasası araçlarıyla işlem yaptıysa, hukuka aykırı yanlış bilgiden etkilendiğini ileri süremez.<sup>315</sup> Aynı fıkranın (c) bendi uyarınca, yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgi, sonradan yapılan açıklamayla düzeltilmişse, etkilenen fiyattan işlem yapan yatırımcı, hukuka aykırı bilgi nedeniyle zarara uğradığını ileri süremez. Çünkü bilginin yanlış, yanıltıcı veya eksikliğinin değerlendirilebilmesi için kamuya açıklanan bilgilerin tümünün dikkate alınması gerekir.<sup>316</sup>

Sermaye piyasası, fiyatlar üzerinde birçok etmenin rol oynayabileceği dinamik bir piyasadır. Dolayısıyla salt hukuka aykırı bilginin fiyatta etkili olduğunu söylemek, bazı durumlarda mümkün olmayabilir. İşte bu yüzden SERPK md. 32/5/ç hükmünde, yatırımcının, hukuka aykırı bilgi olmasaydı da zarara uğrayacağı durumların nedensellik bağını ortadan kaldıracağı düzenlenmiştir.<sup>317</sup>

## 5. Kusur

“Kusur, hukuka aykırı sonucu istemek (kast) veya bu sonucu istemiş olmamakla beraber hukuka aykırı davranıştan kaçınmak için iradesini yeter derecede kullanmamaktır<sup>318</sup>”; hukuka aykırılık ve kusur birbirine

---

<sup>315</sup> Manavgat tarafından da şu örnek verilmiştir: “Halka açık anonim ortaklığa karşı açılmış büyük miktarda tazminat istemli davanın miktar bilgisi olmaksızın kamuya açıklandığı hâlde, bu davanın konusunun parasal büyüklüğünü bilen davacı tarafın avukatı, söz konusu ortaklık payları üzerinde işlem yapar ve bu işlemden dolayı zarara uğrarsa, kamuya eksik açıklama yapıldığı iddiasında bulunamaz. Zira kamuya yapılan açıklamanın hukuka aykırılığı, davacının avukatı tarafından bilinmektedir.” Manavgat, Çağlar, HAO, S. 248.

<sup>316</sup> Manavgat, Çağlar, HAO, S. 248.

<sup>317</sup> Eğer birden fazla etmen bir araya gelerek zararlı sonucu ortaya çıkarıyorsa ortak nedensellikten; eğer birden fazla etmenin aynı zararlı sonucu çıkarma ihtimali varsa yarışan nedensellikten söz edilir. Bkz. Manavgat, Sermaye piyasasında Manipülasyon, S. 202, 203.

<sup>318</sup> Oğuzman, Kemal, Öz, Turgut, S. 52, Eren, Fikret, S. 110.



karıştırılmamalıdır. Hukuka aykırılık, fiilin bir hukuk kuralına aykırı olmasını ifade ederken; kusur ise hukuk kuralına aykırı fiiline ilişkin iradesi nedeniyle kişinin davranışının kınanan bir davranış olmasını ifade eder<sup>319</sup>.

Kamuyu aydınlatmadan doğan sorumluluk, bir kusur sorumluluğu türüdür.<sup>320</sup> SERPK md. 32/3'te, kamuyu aydınlatma belgelerinde yer alan bilgilerin yanlış, yanıltıcı veya eksik olması konusunda bilgi sahibi olmadığını ve bu bilgi eksikliğini kast veya ağır ihmallerinden kaynaklanmadığını kanıtlayan kişilerin sorumluluklarından kurtulacağı düzenlenmiştir. Bu hüküm, kamuyu aydınlatmadan doğan sorumluluğun, kusur sorumluluğu olduğu görüşümüzü de destekler niteliktedir.

Yasa koyucu, SERPK m. 10'da düzenlenen izahnameden doğan sorumluluk ile SERPK m. 32'de düzenlenen genel kamuyu aydınlatmadan doğan sorumlulukta, kusurun derecesine göre ikili bir ayrıma gitmiştir. SERPK m. 32/3 uyarınca, kamuyu aydınlatmadan doğan sorumlulukta, bilgisizliğinin hafif kusurdan kaynaklandığını ispat edenler sorumluluktan kurtulacaklardır. SERPK m. 10'da düzenlenen izahnameden doğan sorumlulukta ise kusurun derecesine göre bir ayırım tercih edilmemiştir. Halka arzda yayınlanan izahnamedeki yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgi nedeniyle yüksek fiyattan alış yapan tüm yatırımcılar zarar görürken, bu durumdan sadece halka arz edenin kazanç sağlaması, sosyal zararı da arttırdığından, yasa koyucu tarafından izahnameden doğan sorumlulukta kusurun derecesini düşük tutmak tercih edilmiş olabilir<sup>321</sup>. İkincil piyasa işlemlerindeki fiyatlarda etkili olan genel kamuyu aydınlatmadaki eksik, yanıltıcı veya yanlış bilgiden alım yapan yatırımcı zarar ederken, satış yapan diğer yatırımcı kazanç elde edecektir. Bu durumun sosyal zarara daha az yol açacağı düşünülerek, sorumluluğa esas olacak kusurun derecesi yükseltilmiş olabilir<sup>322</sup>. Ancak,

<sup>319</sup> Oğuzman, Kemal, Öz, Turgut, S. 53.

<sup>320</sup> Aynı görüşte: Manavgat, Çağlar, HAO, S. 239. Kamuyu aydınlatmadan doğan sorumluluğu, kusursuz sorumluluk olarak değerlendiren görüş için Bkz. Rüzgâr, Eser: Sermaye Piyasası Kanunu Uyarınca Kamuyu Aydınlatma Belgelerinden Doğan Sorumluluk, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü 60. Yıl Armağanı, Ankara 2015, S. 861.

<sup>321</sup> Manavgat, Çağlar, HAO, S. 237.

<sup>322</sup> Manavgat, Çağlar, HAO, S. 237.

kamuyu aydınlatma düzenlemelerin amacı yatırımcının korunması ve kamuyu aydınlatmadan doğan sorumluluğun amacının da yatırımcının uğradığı zararın tazmini olması dikkate alındığında, kanaatimizce genel kamuyu aydınlatmadan doğan sorumlulukta kusurun derecesinin yükseltilmesi isabetsizdir.

Genel hükümler uyarınca, haksız fiilden doğan zararın tazminini talep eden kişi, failin kusurunu ispatla yükümlüdür (TBK m. 50). SERPK m. 32/3'te ise ispat yükümlülüğü yer değiştirilmiş ve failin kusursuz olduğunu ispatlaması halinde sorumluluktan kurtulacağı düzenlenmiştir. Dolayısıyla, eğer fail kusursuz olduğunu ispatlayamazsa, kamuyu aydınlatma belgelerindeki eksik, yanıltıcı veya yanlış bilgiler sebebiyle yatırımcının uğradığı zararı tazminle yükümlüdür.

### C. Sorumluluğun Niteliği ve Sorumlular

SERPK md. 32'de, kamuyu aydınlatma belgelerini imzalayan gerçek kişilerin veya belgeler kendi adına düzenlenen tüzel kişilerin, açıklamadaki yanıltıcı, yanlış veya eksik bilgidan müteselsil sorumlu olacakları düzenlenmiştir.<sup>323</sup> Söz konusu maddede, sorumluluğun müteselsil olduğu belirtildiğinden, sorumlulardan birine veya hepsine karşı tazmin talebinde bulunulabilir.<sup>324</sup> İlgili sorumluluk düzenlemesi, şirketler hukuku genel sorumluluk prensibinin bir yansımasıdır. Ancak şöyle bir ayırım yapılmalıdır ki, eğer kamuyu aydınlatma tüzel kişilik hesabına yapılıyorsa sorumluluğun tüzel kişiliğe; eğer kamuyu aydınlatma ortaklık dışında kalan kişiler hesabına yapılıyorsa sorumluluğun bu kişilere ait olacağı şeklinde anlamak gerekir.<sup>325</sup>

<sup>323</sup> Müteselsil sorumluluk, alacaklı karşısında aynı hukuki sebepten kaynaklanan borçtan birden fazla borçlunun sorumlu olduğu durumdur. Her bir borçlu borcun tamamından sorumludur. Borçlulardan birinin borcu ifa etmesi halinde, diğer borçlular da ifa edilen BÖLÜM kadar borçtan kurtulur. Ayrıntılı bilgi için: Kapanıcı, B. Kadir, Birlikte Borçlulukta Borçlular Arası İlişkiler, İstanbul 2015, S. 23 vd.

<sup>324</sup> SERPK md. 10'da düzenlenen izahnameden doğan sorumlulukta, farklılaştırılmış teselsül düzenlenmiştir. Ancak SERPK md. 32'de yer alan genel kamuyu aydınlatmadan sorumlulukta, böyle bir düzenlemeye gidilmemiştir.

<sup>325</sup> Manavgat, Çağlar, HAO, S. 242.

Yasa koyucu, SERPK md. 32/2 hükmünde, kamuyu aydınlatmadan doğan sorumluluğu hafifleten veya kaldıran anlaşmaların ve hükümlerin geçersiz olduğunu düzenlemiştir.

#### **D. Cezai Sorumluluk**

Hukuka aykırı bilgiler aracılığıyla yatırımcıların zarar görmesine neden olan kişiler için SERPK cezai yaptırımlarda öngörmektedir. SERPK md. 106 uyarınca, doğrudan ya da dolaylı olarak sermaye piyasası araçları ya da ihraççılar hakkında, ilgili sermaye piyasası araçlarının fiyatlarını, değerlerini veya yatırımcıların kararlarını etkileyebilecek nitelikteki ve henüz kamuya duyurulmamış bilgilere dayalı olarak ilgili sermaye piyasası araçları için alım ya da satım emri veren veya verdiği emri değiştiren veya iptal eden ve bu suretle kendisine veya bir başkasına menfaat temin eden kişilerin bilgi suiistimali suçunu işledikleri kabul edilir. Bilgi suiistimali suç olarak değerlendirilecek işlemleri gerçekleştiren kişiler, ihraççıların veya bunların bağlı veya hâkim ortaklıklarının yöneticileri, ihraççıların veya bunların bağlı veya hâkim ortaklıklarında pay sahibi olmaları nedeniyle bu bilgilere sahip olan kişiler, iş, meslek ve görevlerinin icrası nedeniyle bu bilgilere sahip olan kişiler, bu bilgileri suç işlemek suretiyle elde eden kişiler, sahip oldukları bilginin bilgi suiistimaline yol açacak nitelikte bulunduğunu bilen veya ispat edilmesi hâlinde bilmesi gereken kişilerdir. Bilgi suiistimali suç işledikleri tespit edilen kişiler, iki yıldan beş yıla kadar hapis veya adli para cezası ile cezalandırılırlar (SERPK md. 106/1).

SERPK'nun 112. Maddesinde, finansal tablo ve raporları gerçeği yansıtmayan şekilde düzenleyenlerin ile yanlış veya yanıltıcı bağımsız denetim ve değerlendirme raporu düzenleyenler ile düzenlenmesini sağlayan ihraççıların sorumlu yönetim kurulu üyelerinin veya sorumlu yöneticilerinin, TCK kapsamında özel belgede sahtecilik suçunu işlediklerine

hükmedilmiştir. TCK 207 uyarınca, özel belgede sahtecilik suçunu işleyen kişilere, 1 yıldan 3 yıla kadar hapis cezası uygulanır.

SERPİK tarafından, SPK'ya inceleme ve denetleme yetkisi tanınmıştır. SPK'nun bu yetkisini icra edebilmesi için ilgili kişilerden gerekli bilgi ve belgeleri edinmesi gerekmektedir. SERPİK md. 111'de SPK'ya gerekli bilgi ve belgeleri vermeyen kişilerin 1 yıldan 3 yıla kadar hapis cezasıyla cezalandırılacağı; yine aynı hüküm uyarınca, SPK'nun görevini yapmasını engelleyen kişilerin 6 aydan 2 yıla kadar cezalandırılacağı düzenlenmiştir.

## **E. İdari Sorumluluk**

SERPİK md. 103'te, SERPİK'na dayanılarak yapılan düzenlemelere, belirlenen standart ve formlara ve Kurulca alınan genel ve özel nitelikteki kararlara aykırı hareket eden kişilere SPK tarafından idari para cezası verileceği hükme bağlanmıştır.<sup>326</sup> Yükümlülükler aykırı hareket eden kişinin bir özel hukuk tüzel kişininin organ veya temsilcisi olması veya organ veya temsilcisi olmamakla birlikte bu tüzel kişinin faaliyeti çerçevesinde görev üstlenen bir kişi olması hâlinde, ayrıca tüzel kişi hakkında da idari para cezası verilecektir. Ancak tüzel kişi de yükümlülüğe aykırı eylemden zarar gördüyse, idari para cezası verilmez (SERPİK md. 103/2). SPK, hukuka aykırı fiilin tespiti halinde, idari para cezası vermek yerine ilgili kişiyi uyarmayı da tercih edebilir.

İdari para cezaları yoluyla elde edilen gelirin yarısı genel bütçeye gelir kaydedilir, diğer yarısı da gelir kaydedilmek üzere Yatırımcı Tazmin Merkezi'ne aktarılır.

---

<sup>326</sup> Örneğin, SPK'nun 2018-18 nolu Haftalık Bülteni'nde, Yeşil Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (Şirket) hakkında yapılan inceleme sonucunda, 08.12.2015 tarihinde feshedildiği kamuya duyurulan "Gayrimenkul Hissesi Karşılığında İnşaat Yapımı ve Satış Vaadi Sözleşmesi"ne konu gayrimenkule ilişkin gelişmelerin kamuya açıklanmaması nedeniyle, ÖDT md. 5 ve ÖDT md. 23 hükümlerine aykırılık tespit edilmiş ve 24.672 TL idari para cezası kesilmiştir.

## II. SPK'NIN GÖREV VE YETKİLERİ

### A. Genel Olarak SPK

Ülke ekonomilerinin istikrarlı gelişebilmesi ve ekonomik güvenliğin sağlanabilmesi için devletlerin çeşitli adımları atması gerekmektedir. Bu adımlardan biride, sermaye piyasasının düzenlenmesi ve denetlenmesi için sermaye piyasası kurumlarının kurulmasıdır.<sup>327</sup> Ülkemizde de sermaye piyasalarının ve kurumlarının işleyiş kurallarını belirlemek, piyasadan fon kullanan şirketlerin belli kurallara uygun olarak en iyi şekilde yararlanmalarını sağlamak, sermaye piyasasına yatırım yapan tasarruf sahiplerinin hak ve yararlarını korumak, piyasaların adil ve etkin çalışmasını sağlamak amacıyla Sermaye Piyasası Kurulu kurulmuştur.

Hem kanun koyucu mülga ve yürürlükteki kanunlarda hem de SPK ikincil mevzuatta “Kurul” ifadesini tercih etmiştir. Kanaatimizce bu ifade isabetsiz bir tercihtir.<sup>328</sup> Kurul, “bir işi yapmak, yönetmek veya kurum veya kuruluşu temsil etmek için görevlendirilmiş kişilerden oluşmuş topluluk, heyet, konsey, asamble” olarak tanımlanmaktadır.<sup>329</sup> Örneğin yönetim kurulu, denetim kurulu, genel kurul vb. SPK'nın bir organı olan ve 7 üyeden oluşan kurul olarak da kullanılan organa için kurul ifadesini kullanmak doğaldır. Çünkü ilgili kararları alan ve SPK'yı yöneten ve temsil eden organdır. Organizasyonun tümü için, devletle bağlantılı müessese anlamına gelen “kurum” kavramının kullanılmasının daha uygun olacağı düşüncesindeyiz.<sup>330</sup>

<sup>327</sup> Sermaye piyasalarının düzenlenmesinin ve denetlenmesinin önemi için Bkz. Yasin, Melikşah, Sermaye Piyasası Kurulu ve İşlemleri, İstanbul, Ağustos 2002, S. 40 vd.

<sup>328</sup> Aynı Görüşte: Özcanlı, F. Beril, Sermaye Piyasası Kurulu'nun Yatırımcıları Korumaya Yönelik Dava Açma Yetkisi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Özel Hukuk Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 2010, S. 36, Kütükçü, S. 10 vd., Yasin, Melikşah, S. 59.

<sup>329</sup> <[http://www.tdk.gov.tr/index.php?option=com\\_gts&arama=gts&guid=TDK.GTS.5a9bdc18e144e1.93572580](http://www.tdk.gov.tr/index.php?option=com_gts&arama=gts&guid=TDK.GTS.5a9bdc18e144e1.93572580)>, Erişim Tarihi: 11.04.2018.

<sup>330</sup> Tan, Emre, Sermaye Piyasası Kurulu'nun Yapısı Görev ve Yetkileri, İdare Hukuku Açısından Sermaye Piyasası, Editör Meltem Kutlu Gürsel, İzmir 2016, S. 62 vd. 4054 Sayılı Rekabetin Korunması Hakkında Kanun'da yapılan Rekabet Kurumu ve Kurul ayrımı SPK için de yapılabilir. Bkz. Yasin, Melikşah, S. 59, Özcanlı, S. 36.

## B. SPK'nın Niteliği

20. yüzyılın son çeyreğinde ve günümüzde teknolojinin ilerlemesi hız kazanmış, ekonominin dinamiklik gün geçtikçe artmış ve bunlara kıyasla klasik anlamda idari otoriteler oldukça hantal kalmıştır. Klasik idari otoritelerin ekonomik ve sosyal hayata ayak uyduramaması, devletleri yeni arayışlara itmiş; bu arayışlar sonucunda da bağımsız idari otoriteler ortaya çıkmıştır. Ülkemizde de 80'lerde başlayan liberalleşmeyle birlikte, bağımsız idari otoritelerde idari düzende yerlerini almıştır.

Bağımsız idari otoritelerin sınırlarını çizmek mümkün değildir. Uygulama örneklerine ve doktrine bakıldığında, bağımsız idari otoritelerin, enerji, sermaye piyasası, bankacılık, telekomünikasyon gibi alanlarda faaliyet gösterilmesi için kuruldukları söylenebilir. Örneklerden de görülebileceği gibi, bağımsız idari otoritelerin varlık gösterdiği alanlar, kamu açısından hassas nitelikte olan ve siyasi etkileşimden uzak olması gereken alanlardır.

Ülkemiz uygulamasına ve öğretilere yer alan görüşlere bakıldığında, bağımsız idari otoritelerin, olmazsa olmazı üç temel özelliği olduğu kanaatindeyiz. Yürütme erkinden ve diğer baskı gruplarından “bağımsızlık”; tüzel kişiliğe ve mali özerkliğe sahip “idari organ”; düzenleme ve denetleme yetkisi ve göreviyle donatılmış “otorite”. Bağımsız idari otoritelerin üç özelliğini ortaya koyduktan sonra, bağımsız idari otoriteleri, “devlet yönetimini elinde bulunduran siyasi organlardan bağımsız olan, temel hak ve özgürlüklerle ilgili konularda kendine ait etkili ve önemli yetkiler kullanarak düzenleme, denetim ve gözetim görevi gören yapılar” şeklinde doktrinde tanımlanmaktadır. Bağımsız idari otoriteler, “devletin belirli bir alanda ve özellikle de ekonomide genel regülasyon misyonununun gerçek anlamda yerine getirilmesine imkân tanıyan, iyice düşündükten sonra kararlar alarak uygulamaya aktaran organlar” olarak da tanımlanabilmektedir.

2499 sayılı ESERPK'nın yürürlüğe girmesiyle kurulan ve SERPK ile de varlığını sürdüren SPK'nın da bağımsız idari otorite olduğunu söylemek

mümkündür.<sup>331</sup> SERPK md. 127’de SPK’nın bağımsızlık niteliğini haiz olduğu düzenlenmiştir. Madde uyarınca, SPK mevzuat tarafından kendisine verilen yetki ve görevleri bağımsız olarak yerine getirir ve hiçbir organ, makam, merci veya kişi Kurulun kararlarını etkilemek amacıyla emir ve talimat veremez. Ayrıca SPK’nın kararları yerindelik denetimine tabi tutulamaz (SERPK md. 127/2). Yine aynı madde uyarınca, SPK mali özerkliğe ve tüzel kişiliğe sahiptir. SERPK m. 120 uyarınca, SPK başkan ve üyelerinin görev süreleri 5 yıl olarak belirlenmiş ve görev süreleri dolmadan her hangi bir nedenle görevlerine son verilemeyeceği düzenlenmiştir. Bu hüküm de başkan ve üyelerin, görevleri boyunca yürütmeden bağımsız hareket edebilmelerine olanak sağlamaktadır.

Yukarıda bağımsız idari otoritelerin tanımını yaparken belirttiğimiz düzenleme ve denetim yapma yetki ve göreviyle donatılmış olma niteliği SPK’da da mevcuttur. SPK, SERPK’yı dayanak alarak, neredeyse sermaye piyasası mevzuatının tümünü oluşturan tebliğler aracılığıyla, sermaye piyasasını düzenlemektedir. Öte yandan da başta ihraççılar olmak üzere sermaye piyasasında yer alan kuruluşların mevzuata uygun hareket edip etmediklerini denetlemekte, gerekli idari para cezalarına ve tedbirlere karar vermektedir. Yargı tarafından verilen kararlarda<sup>332</sup>, SPK’nın bağımsız idari otorite olduğu kanısı mevcutken, öğretilerde bazı yazarlarca SPK’nın bağımsız idari otorite olmadığı görüşü de benimsenmiştir.<sup>333</sup>

Yukarıda da değerlendirdiğimiz hükümleri dikkate aldığımızda, SPK’nın bağımsız idari otorite olduğu kanaatindeydik. Ancak 703 Sayılı KHK’nin<sup>334</sup> 165. Maddesi ile ilgili hükümde değişikliğe gidilmiştir. Değişiklikle birlikte, SPK başkan ve üyeleri Cumhurbaşkanı tarafından atanacak ve istenildiği zaman görevden alınabilecek. Başkan ve üyelerin

<sup>331</sup> Aynı görüşte: Tan, Turgut, Bağımsız İdari Otorite Olarak Sermaye Piyasası Kurulu”, Prof. Dr. İsmail Türk’e Armağan, Ankara 1996S. 6-7, Özcanlı, S. 36, Kara, M. Sencer, S. 91.

<sup>332</sup> Danıştay 10. Dairesi, 1986/1763 esas ve 1987/1746 karar sayılı kararı.

<sup>333</sup> Yasin, kamu tüzel kişiliğine sahip olması ve belirli amaçları yerine getiriyor olması sebebiyle, SPK’nun hizmet bakımından yerinden yönetim kuruluşu olarak nitelendirilmesi görüşündedir. Bkz. Yasin, Melikşah, S. 171.

<sup>334</sup> 9 Temmuz 2018 Tarihli ve 30473 Sayılı Resmi Gazete’de yayınlanmıştır.

görev sürelerinin belirsiz olması ve istenildiği zaman görevden alınabilmeleri nedeniyle, bağımsızlıklarını koruyamayabilecekleri ve SPK'nın yürütmenin kontrolüne girebileceği düşüncesindeyiz. Bu sebeple, SPK'nın bağımsız idari otorite olduğuna ilişkin görüşümüzü de devam ettirememekteyiz.

### **C. SPK'nın Yetki ve Görevleri**

SERPK'nın 128. Maddesinde, Sermaye Piyasası Kurulu'nun görev ve yetkileri belirtilmiştir. Aynı maddenin 2. fıkrasında da ifade edildiği gibi, SPK yetkisini düzenleyici işlemler tesis etmek ve özel nitelikli kararlar almak suretiyle kullanır. SPK'nın görev ve yetkilerini kısaca şu şekilde sıralayabiliriz: SERPK çerçevesinde yükümlülüklerini yerine getirmek ve bu kapsamda gerekli düzenlemeleri yapmak, kamu menfaatinin gözetilmesi, yatırımcıların korunması ve piyasaların adil, güvenilir istikrarlı işlemesi için gerekli faaliyetlerde bulunmak, SERPK ile kendisine verilen denetleme faaliyetini yürütmek, piyasaların gelişimi için yeni düzenlemeler oluşturmaktır.

Hem SERPK md. 128'de hem de SERPK'nın diğer birkaç hükmünde, SPK'ya kamuyu aydınlatma hususunda yetki ve görevler tanınmıştır. SPK tanınan bu yetkiye dayanarak, düzenleyici işlemler tesis edebilir, özel nitelikte kararlar alabilir veya tedbirler alabilir.

#### **1. Düzenlemeler Yapmak**

Yasamanın her alanda ayrıntılı düzenlemeler yapması mümkün olmadığından, ülkeler, idareye yasamanın çıkardığı kanun çerçevesinde, düzenleme yapma yetkisi tanımıştır. Düzenleme, "yürütme organı veya idare makamlarınca, çeşitli isimler altında yapılan, genel, soyut, uygulanmakla



tükenmeyen nitelikteki idari tasarruflar yapmak”<sup>335</sup> şeklinde tanımlanabilmektedir.

SERPİ md. 128/2, SPK’na düzenleme yapma yetkisi tanımıştır. SPK, SERPK’nın kendisine düzenleme yetkisi verdiği konularda, SERPK’nın belirlediği temel hususları, kendi uzmanlığı ve günün koşullarını dikkate alarak, ayrıntılı şekilde düzenleme yapmaktadır. SERPK’da belirlenmeyen hususlar dışında SPK’nın düzenleme yapması söz konusu değildir. Aksi takdirde, idarenin kuruluş ve görevlerinin kanunla düzenlenmesini emreden Anayasa’nın 123. Maddesine aykırılık söz konusu olacaktır.<sup>336</sup> Öte yandan da normlar hiyerarşisi gereği, anayasa, kanun, tüzükten sonra gelen SPK tebliğlerinin, kendisinin üstünde yer alan düzenlemelere aykırı olmaması gerekir.<sup>337</sup>

SPK, tebliğler ve yönetmelikler aracılığıyla düzenleme yapma görevini yerine getirmektedir. Tebliğler, kararname, tamim genelge gibi adsız düzenleyici işlem adı verilen ve normlar hiyerarşisinde, anayasa, kanun, tüzük, yönetmelikten sonra gelen işlemlerdir.<sup>338</sup> İdare, kendi faaliyet alanında, üst normlara uygun olmak koşuluyla, genel, soyut, kişisel olmayan düzenlemelerdir.

SERPİ md. 128/2, SPK’nın düzenlemeler yoluyla yetkisini kullanacağını düzenlemiş ve aynı maddenin birinci fıkrasının (ğ) bendinde SPK’ya Kamuyu Aydınlatma Platformunun işletim ve çalışma esasları ile SERPK kapsamında SPK’ya yapılacak bildirim ve başvuruların usul ve esaslarını düzenleme görevi verilmiştir. SERPK’nın 5., 18. 22. ve 54. Maddeleri, SPK’ya kamuyu aydınlatma ilkesine ilişkin düzenleme yapma yükümlülüğü yüklemiştir. SERPK md. 5 uyarınca, SPK izahnamenin kamuya nasıl duyurulacağına ilişkin düzenleme yapma görevi verilmiştir. SERPK md.

---

<sup>335</sup> Yasin, Melikşah, S. 188.

<sup>336</sup> Yasin, Melikşah, S. 190.

<sup>337</sup> Yasin, Melikşah, S. 190.

<sup>338</sup> Öğretide bazı yazarlar, SPK tebliğlerinin, SERPK’nun verdiği görevi yerine getirmek amacıyla çıkartılmasına ve Resmî Gazete’de yayınlanmasına (SERPK md. 128/2 uyarınca, SPK’nun düzenlediği tebliğler, Resmî Gazete’de yayınlanmaktadır) dayanarak, tebliğlerin yönetmeliklerle eşdeğerde olduklarını ileri sürmektedir. Bkz. Yasin, Melikşah, S. 193., Tan, S. 131.

18 uyarınca, Kayıtlı sermaye sistemini kabul eden ortaklıkların, sermaye artırımına ilişkin yönetim kurulu kararlarının SPK'nin yapacağı kamuyu aydınlatma düzenlemelerine uygun açıklanması düzenlenmiş; dolayısıyla bu konuda da SPK'ya düzenleme yapma görevi yüklenmiştir. SERPK md. 22 uyarınca, SPK, ortaklıkların kendi paylarını satın ve rehin almasına ilişkin hususların kamuya açıklanması için gerekli düzenlemeleri yapması gerekmektedir. SERPK md. 54 uyarınca ise, SPK, fonların kamuyu aydınlatma yükümlülüklerini düzenlemektedir.

SPK, SERPK'da verilen düzenleme yapma yetkisine dayanarak, Özel Durumlar Tebliğ (II15.1), Payları Borsada İşlem Görmeyen Ortaklıklara İlişkin Özel Durumlar Tebliğ (II-15.2), Sermaye Piyasasında Finansal Raporlara İlişkin Esaslar Tebliğ (II-14.1), Yatırım Fonlarının Finansal Raporlama Esaslarına İlişkin Tebliğ (II-14.2) gibi kamuyu aydınlatma ilkesine ilişkin tebliğler çıkarmıştır. Yine SERPK'da temel hususları düzenlenen konulara ilişkin de birçok tebliğ çıkartmıştır.

## **2. Genel ve Özel Nitelikte Kararlar Almak**

SERPK md. 128/1/b hükmü, SPK'ya, kamunun zamanında, yeterli ve doğru olarak aydınlatılmasını sağlamak amacıyla genel ve özel nitelikte kararlar alma görevini yüklemiştir. Kanun koyucu, bu hükümlerle birlikte, SPK'ya kamuyu aydınlatma ilkesine yönelik doğrudan bir yükümlülük yüklemiştir.

Hükümde geçen özel nitelikli kararlar ifadesiyle kastedilmek istenen birel işlemlerdir.<sup>339</sup> Düzenlemeler soyut ve nesnel nitelikli işlemler olduğundan, kişilere uygulandıkları ölçüde, kişilerin statüleri üzerinde etki doğururlar. Birel işlemler (bireysel işlemler) ise, düzenleyici işlemlere

---

<sup>339</sup> Yanlı, Veliye, Kamunun Aydınlatılması, S. 161, Yasin, Melikşah, S. 194., Tan, Emre, S. 131.

dayanılarak yapılan, belirli kişilerin ve nesnelerin hukuksal statüsünü değiştiren, onlara yeni hak ve hükümlülükler getiren somut işlemlerdir.<sup>340</sup>

SPK'nın çoğu kararı birel işlem kapsamındadır.<sup>341</sup> Birel işlem niteliğindeki kararlar ilgililere tebliğ edilir; bunların Resmî Gazete'de de yayınlanmalarına gerek bulunmamaktadır. Ancak, kamuyu ilgilendirdiği düşünülen kararlar, SPK'nın haftalık bülteninde yayınlanarak kamuya duyurulur. ÖDT md. 26 uyarınca, SPK'nın gerekli gördüğü durumlarda kamunun zamanında, tam ve doğru olarak aydınlatılmasını sağlamak amacıyla ihraççılardan ve/veya ilgili taraflardan açıklama yapılmasını isteyebilir. Yine aynı maddenin ikinci fıkrasında, SPK'nın gerekli gördüğü durumlarda ÖDT uyarınca gönderilen bilgilerin, elektronik ortam da dahil olmak üzere basın yayın organlarında ilan edilmesini ihraççılardan ve/veya ilgili taraflardan isteyebileceği düzenlenmiştir.

### 3. İzlemek ve Denetlemek

SERPK'nın başlıca amacı, tasarruf sahiplerinin menfaatlerinin korunması ve sermaye piyasalarının güvenilir, istikrarlı şekilde varlığını sürdürmesidir. Bu amaç doğrultusunda, SERPK, sermaye piyasası faaliyetlerinin hukuka uygun yürütülmesinin gözetimi için SPK'ya izleme ve denetleme görevini yüklemiştir.<sup>342</sup>

SPK'nun denetim yetkisine ve denetime ilişkin izlenecek usule yönelik düzenlemeler SERPK'nın 5. Bölümünde düzenlenmektedir. 88. Maddenin 1. Fıkrasında, denetim faaliyetinin kapsamı, SERPK ve diğer kanunların sermaye piyasası ile ilgili hükümlerinin uygulanmasının ve her türlü sermaye piyasası faaliyet ve işlemlerinin denetimi olarak belirlenmiştir. SERPK md. 89 uyarınca, SERPK kapsamında yer alan kurum ve kuruluşlar

<sup>340</sup> Yasin, Melikşah, S. 194, Yanlı, Veliye, Kamunun Aydınlatılması, S. 161.

<sup>341</sup> Yanlı, Veliye, Kamunun Aydınlatılması, S. 161, 162, Yasin, Melikşah, S. 194.

<sup>342</sup> Yasin, Melikşah, S. 197, Avcıoğlu Aksoy, Ezgi, Sermaye Piyasası Kurulu'nun Denetim Yetkisi, İdare Hukuku Açısından Sermaye Piyasası, Editör Meltem Kutlu Gürsel, İzmir 2016, S. 105. Kutlu Gürsel, Meltem, İdare Hukuku Açısından Sermaye Piyasası, İzmir, 2016

ile, diğ er kanunlar kapsamına giren ancak SERPK kapsamında işlem ve faaliyet gösteren kişiler denetime tabi olacaklardır. SPK denetiminde ilgili kanun, yönetmelik ve tebliğ lere uygunluk incelenecektir. Kamuyu aydınlatma düzenlemeleri açısından da hem SERPK hem de ilgili tebliğ ler dikkate alınacaktır.

ÖDT md. 26'da, SPK'nun gerekli gördüğü durumlarda, kamunun zamanında, tam ve doğru olarak aydınlatılmasını sağlamak amacıyla ihraççılardan ve/veya ilgili taraflardan açıklama yapılmasını isteyebileceği düzenlenmiştir. SPK'nun ilgili kişilerden bu tarz bir istemde bulunabilmesi için, ilgili kişi ve kamuya açıklanmasını isteyeceği bilgiyi denetlemiş ve değerlendirmiş olması gerekir. Dolayısıyla, ÖDT kapsamında, SPK'nun üzerine düş en yükümlülüğü yerine getirebilmesi için izleme ve denetleme faaliyetlerini yerine getirmesi gerekmektedir.

#### **4. Uyarmak ve Bilgilendirmek**

SPK, özel durum açıklamalarına yönelik ihmal ve ihlaller meydana geldiğinde ihraççıları uyarmakta ve bilgilendirmektedir. Bu tür uyarı ve bilgilendirmeler SPK Bülteni'nde yayınlanmaktadır. Örneğin, 2006/10 Sayılı Haftalık Bülten'de, "Acıbadem Sağlık Hizmetleri ve Ticaret A.Ş.(Şirket)'nin, International Finance Corporation(IFC)'den aldığı 20.000.000 USD tutarındaki kredi karşılığında Bursa Hastanesi ile Eğitim ve Sosyal Tesisleri üzerinde toplam 23.000.000 USD tutarında ipotek tesis edilmesine ilişkin özel durum açıklamasının Seri: VIII, No:39 Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliğimizin 5/e-4 ve 12'nci maddelerine aykırı olarak gecikmeli yapılması nedeniyle a) Kurulumuzun Seri: VIII, No:39 Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ hükümlerine uyum konusunda gereken dikkat ve özenin gösterilmesi hususunda uyarılmasına, b) Kurulumuzun Seri: XI, No:25 Sermaye Piyasasında Muhasebe Standartları Hakkında Tebliğinin 436'ncı maddesi uyarınca verilen ipoteklerle ilgili olarak, 31.03.2005 tarihli mali tablo

dipnotlarında açıklama yapılmaması nedeniyle anılan Tebliğimiz hükümlerine uyum konusunda uyarılmasına, karar verilmiştir”<sup>343</sup> şeklinde uyarı kararına yer verilmiştir. Bazı hallerde de SPK basın açıklamaları yoluyla, hukuka aykırı durumların önüne geçilebilmesi için çeşitli uyarı ve bilgilendirmeleri yayınlamaktadır. Sözü edilen basın açıklamaları, SPK’nın internet sitesi üzerinden yapılmaktadır.<sup>344</sup>

## 5. Tedbir Almak

Yukarıda ilgili bölümlerde de sözünü ettiğimiz gibi, SPK tarafından gerekli izleme, inceleme, denetleme faaliyetleri yerine getirilir ve bunların sonucunda bazı hallerde idari tedbirler alma ihtiyacı duyulabilir. SERPK md. 91 ve devamındaki maddeler, SPK’ya tedbir alma yetkisi de tanımaktadır.

SPK’nun tedbir alma yetkisini incelemeden önce, tedbir ile idari yaptırım arasındaki ayrımı ortaya koymanın önemli olacağı kanısındayız. İdari yaptırımlar, "yasaların açıkça izin verdiği veya yasaklamadığı durumlarda, idarenin doğrudan doğruya, araya yargısal bir karar girmeden bir işlemi ile ve idare hukukuna özgü usullerle vermiş olduğu cezai müeyyideler” şeklinde tanımlanmaktadır.<sup>345</sup> İdari yaptırımların amacını, caydırıcı, cezalandırıcı, ihlal edilen hukuki düzeni tekrardan tesis edici olarak birkaç kelimeyle özetlemek mümkün olacaktır.<sup>346</sup> Tedbir ise hukuk düzeninin bozulmasını önleyici idari işlemler olarak açıklanabilir.<sup>347</sup>

SERPK’da düzenlenen ve SPK’ya tedbir alma yetkisi tanınan durumlara, kanuna aykırı ihraçlarda ihtiyati tedbir ve ihtiyati haciz isteme (SERPK md. 91), hukuka aykırı işlemleri ile sermayeyi veya malvarlığını azaltıcı işlemlerde ilgililerden aykırılıkların giderilmesini isteme (SERPK

<sup>343</sup> Haftalık Bülten, Sayı 2006/10, Tarih: 10.03.2006,

<<http://www.spk.gov.tr/Bulten/Goster?year=2006&no=10>>, Erişim Tarihi: 1.05.2018.

<sup>344</sup> Örneğin, 8 Eylül 2017 tarihinde, SPK Özel Durumlar Tebliği’nin 11 ve 12. Maddelerine ilişkin duyuru yayınlamıştır, Bkz. <<http://www.spk.gov.tr/Duyuru/Goster/20170908/2>>, Erişim Tarihi: 1.05.2018.

<sup>345</sup> Yasin, Melikşah, S. 208.

<sup>346</sup> Yasin, Melikşah, S. 208.

<sup>347</sup> Yasin, Melikşah, S. 208.

md. 92), sorumluluğu bulunanların imza yetkilerini kaldırma, görevden alma, yönetim kurulu üyelerinin yerine yenilerini atama (SERPK md. 95), örtülü kazanç aktarımında denetleme sonuçlarının duyurulmasını isteme, belirlenen örtülü kazanç tutarının iadesini isteme (SERPK md. 94), sermaye piyasası kurumlarının hukuka aykırı faaliyet veya işlemleri ile mali durumunun bozulması halinde sermaye piyasası kurumlarının faaliyetlerini geçici olarak durdurma, tamamen veya kısmen yetkilerini kaldırma, sorumluluğu tespit edilenlerin lisans belgelerini iptal etme, sorumluluğu tespit edilen yönetim kurulu üyelerini görevden alma ve yerine yenilerini atama, mali durumun bozulması halinde tedrici tasfiye kararı verme, doğrudan iflasını isteme (SERPK md. 96), internet aracılığıyla yürütülen izinsiz sermaye piyasası faaliyetinde mahkemeden erişimin engellenmesine karar verilmesini talep etme (SERPK md. 100), bilgi suiistimali veya piyasa dolandırıcılığı suçlarında geçici veya sürekli işlem yasağı tesis etme, takas yöntemini değiştirme, kredili alım, açığa satış, ödünç alma ve verme işlemlerine ilişkin sınırlamalar getirme, teminat yükümlülüğü getirme, farklı pazar ya da piyasalarda işlem görme (SERPK md. 101) gibi haller örnek olarak sayılabilir.

## **6. Yaptırım Uygulamak**

SERPK'nun 6. BÖLÜM'ünün 1. Bölümü idari para cezalarına ayrılmıştır. SERPK md. 103 idari para cezası verilecek halleri, SERPK'ya dayanılarak yapılan düzenlemelere, belirlenen standart ve formlara ve Kurulca alınan genel ve özel nitelikteki kararlara aykırı hareket edilmesi olarak belirlemiştir. Düzenlemelere aykırı hareket edilmesinin sonucunda verilecek idari para cezasının muhatabı hem gerçek kişi hem de tüzel kişi olabilir. SERPK md. 103/2 uyarınca, aykırı hareket eden kişinin bir özel hukuk tüzel kişinin organ veya temsilcisi olması veya organ veya temsilcisi olmamakla birlikte bu tüzel kişinin faaliyeti çerçevesinde görev üstlenen bir kişi olması hâlinde, ayrıca tüzel kişi hakkında da idari para cezası verilir.

SERPK md. 105 hükmünde, idari para cezası uygulama usulü düzenlenmiştir. Hüküm uyarınca, idari para cezası verilmeden önce, ilgili kişinin savunması alınmalıdır. İlgili, yazılı savunma isteminin tebliğinden itibaren 30 gün içerisinde savunmasını vermelidir. Aksi halde savunma hakkından feragat etmiş sayılır (SERPK md. 105/1). Verilen idari para cezası gerekçeli olmalıdır ve karara karşı idari yargı yolu açıktır (SERPK md. 105/4).

## 7. Cumhuriyet Savcılığına Başvuruda Bulunmak

SERPK md. 115 uyarınca, SERPK’da tanımlanan suçlardan dolayı soruşturma yapılabilmesi için Kurul tarafından cumhuriyet savcılığına yazılı başvurunun yapılması gerekmektedir. Başvuru muhakeme şartı niteliğinde sayıldığından, cumhuriyet savcılığının reysen soruşturmaya karar vermesi mümkün değildir. Savcılığın, kanuna aykırı fiilleri öğrenmesi halinde de soruşturma açamayacağı için, bu durumu SPK’ya bildirmesi gerekmektedir. SPK’dan yazılı başvurunun gelmesiyle de soruşturma açılabilir.<sup>348</sup> ESERPK’nun savcılık başvurusuna ilişkin 49. Maddesinde, SPK’nun savcılığa başvurusunun muhakeme şartı (yargılama koşulu) olduğu açıkça belirtilmediğinden, öğretide başvurunun izin mi, talep mi, şikâyet mi olduğu tartışılmıştır.<sup>349</sup> SERPK md. 115/1’de başvurunun muhakeme şartı olduğu açıkça ifade edilmiştir; dolayısıyla tartışmaya gerek kalmamıştır.

SPK’nun savcılığa yazılı olarak başvurusu, savcılığın soruşturmayı başlatacağı anlamına gelmez. Ceza Muhakemesi Kanunu<sup>350</sup> (“CMK”) md. 160 uyarınca, savcılık başvuruyu değerlendirir. Savcılık, suçun işlendiği yönünde gerekli şüpheye sahip olursa, kamu davasının açılmasına karar verir ve davayı açar (CMK md. 171). Eğer gerekli şüpheyi edinmez ise soruşturmaya yer olmadığına karar verir. SPK’nun itiraz hakkı saklıdır.

<sup>348</sup> Yasin, Melikşah, S. 227, Yanlı, Kamuyu Aydınlatma, S. 166.

<sup>349</sup> Bkz. Yasin, Melikşah, S. 227.

<sup>350</sup> Kanun no: 5271. RG: 17 Aralık 2004.

## SONUÇ

Küçük tasarruf sahiplerinin tasarruflarının ekonomiye kazandırılabilmesinin yollarından biri de sermaye piyasalarıdır. Tasarruf sahiplerinin, sermaye piyasalarının bir oyuncusu olmasıyla birlikte, hem tasarruf sahibi tasarrufunu değerlendirme imkanına kavuşur hem de sermayeye ihtiyaç duyan ihraççılar bu ihtiyaçlarını gidermiş olur.

Tasarruf sahiplerinin, tasarruflarını sermaye piyasası araçlarına yönlendirebilmeleri için, sermaye piyasasının güvenilir, şeffaf, etkin, istikrarlı, adil ve rekabetçi bir ortamda işleyişini sağlamak önem arz etmektedir. Sözü edilen ortamın tesisinde, tasarruf sahiplerinin zamanında, tam ve doğru bilgilendirilmeleri etkin rol oynamaktadır. Bu yüzden ihraççılar ve diğer ilgililer tarafından, tasarruf sahiplerinin bilgilendirilmesinde, kamuyu aydınlatma yükümlülüğünün önemi yadsınamaz.

Kamuyu aydınlatma ilkesinin içini doldurabilmek maksadıyla, ilkenin tanımını, amacını, işlevini, muhataplarını ve diğer düzenlemelerle etkileşimini ortaya koymaya çalıştık. Finansal tabloların hazırlanmasında ve kamuya açıklanmasında, teknik ayrıntıya girmekten kaçınarak, mevzuat özelinde gerekli açıklamalarda bulunduk.

İzin sisteminden evrilerek kamuyu aydınlatma sistemine gelmesinin, sermaye piyasasının güvenilir, eşit ve adil olmasını sağlamıştır. Bu yüzden kamuyu aydınlatma sistemi önemlidir. Öğretide ileri sürülen, masraflı ve yoğun bilgi içermesi eleştirileri, kamuyu aydınlatma ilkesinden elde edilen yarar göz önüne alındığında etkisini yitirecektir.

Çalışmamızda, özel durum açıklamalarının kapsamına giren içsel bilgilerin tanımını ve unsurlarını ortaya koyarak kavramın sınırlarını belirledik. Hangi bilgilerin içsel bilgi olduğuna ilişkin ayrımı yapabilmek zorluk teşkil etmekte ve bu ayrımı yapma yükümlülüğü de mevzuat tarafından ihraççılara yükletilmektedir. Bu



aşamada ihraççılara, özel durum açıklamalarında istikrarlı tutum sergilemelerini ve açıklama ya da açıklamama kararlarını gerekçeye dayandırmalarını önerdik. İhraççılar, içsel bilgilerin daha önce açıklandığı durumda sermaye piyasası aracının fiyatına etkili olup olmadığını da açıklama kararlarını verirken dikkate almalıdırlar.

Kamuyu aydınlatma yükümlülüğünden doğan zararların, hem SERPK hükmüne hem de genel hükümlere dayanarak tazmin edileceğini ileri sürdük ve bu tazmin yöntemlerinin ayrımını ilgili bölümde ortaya koyduk.



## KAYNAKÇA

Adıgüzel, Burak, Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ayrılma Hakkı, Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi C. XVIII yıl 2014 sayı 2, S. 1 Vd

Akdağ Güney, Necla, Anonim Şirket Yönetim Kurulu Üyelerinin Hukuki Sorumluluğu, İstanbul 2010.

Akın, İrfan, Şirketler Topluluğu Sorumluluk Hukuku, İstanbul Nisan 2014.

Altay, S. Anlam, Anonim Ortaklıkta Yönetim Yetkilerinin Devrinin Sorumluluğa Etkileri, İstanbul 2011.

Ansay, Tuğrul, Amerikan Anonim Ortaklıklarının İç Yüzü, Batider C. 9, 1978.

Armour, John and Deakin, Simon and Lere, Priya and Siems, Mathias, How Do Legal Rules Evolve? Evidence from a Cross-Country Comparison of Shareholder, Creditor and Worker Protection, (July 7, 2009) European Corporate Governance Institute-Law Working Paper No: 129/2009.

Atalay, Oğuz, Anonim Şirketlerde Bilgi Alma ve İnceleme Haklarının Mahkeme Aracılığıyla Kullanılması, Dokuz Eylül Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi Özel Sayı, 2014, Prof. Dr. PEKCANITEZ'e Armağan, C:I, s. 53-76.

Avcıoğlu Aksoy, Ezgi, Sermaye Piyasası Kurulu'nun Denetim Yetkisi, İdare Hukuku Açısından Sermaye Piyasası, Editör Meltem Kutlu Gürsel, İzmir 2016, s. 105-123.

Aytaç, Zühtü, Halka Açık Anonim Ortaklıklara İlişkin Yenilikler, 6362 Sayılı Yeni Sermaye Piyasası Kanunu Işığında Sermaye Piyasası Hukuku Sempozyumu 6-7 Haziran 2013 İstanbul, Editör Korkut Özkorkut.

Bahtiyar, Mehmet, Anonim Ortaklıklarda Kayıtlı Sermaye Sistemi ve Sermaye Arttırımı, İstanbul 1996

Bainbridge, Stephen M., "An Overview of US Insider Trading Law: Lessons for the EU?" UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 05-5. <<http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstractid=654703>>, Erişim Tarihi: 04.11.2017.

Bakkalcı, Şebnem Meral, İçeriden Öğrenenlerin Ticareti ve Sorumluluğu, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Özel Hukuk Ana Bilim Dalı Doktora Tezi, 2009.

Bektaş, İbrahim: Halka Açık Anonim Ortaklıkların Önemli Nitelikteki İşlemleri Nedeniyle Doğan Ayrılma Hakkı ve Pay Alım Teklifi Zorunluluğu, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü 60. Yıl Armağanı, Ankara 2015, (S. 749-828).

Benston, George, Required Disclosure and the Stock Market: An Evaluation of the Securities Exchange Act of 1934, 63 American Economic Review 132, 1973.

Cenkci, Esra, Kayıtlı Sermaye Sistemi, İstanbul 2015

Culby, John E., Civil Liabilities Under the Securities Act of 1933, Washington University Law Review Vol 19 Issue 1, Ocak 1933, <<http://openscholarship.wustl.edu/law-lawreview/vol19/iss1/4>> Erişim Tarihi: 26.08.2017.

Çamoğlu Ersin, Anonim Ortaklık Yönetim Kurulu Üyelerinin Hukuki Sorumluluğu, İstanbul 2010

Çamurcu, Emin, Anonim Ortaklıklarda Farklılaştırılmış Teselsül İlkesi Uyarınca Yönetim Kurulu Üyelerinin Sorumluluklarının Belirlenmesi, İstanbul 2015

Çanakçı, Ekrem, Türk Sermaye Piyasasının Gelişimi Üzerine Değerlendirmeler, Atatürk'ün 125. Doğum Yılına Armağan Cilt: 1, Sermaye Piyasası Kurumu, Ankara 2007.

Daines, M. Robert, Jones, M. Charles, Truth or Consequences: Mandatory Disclosure and the Impact of the 1934 Act, Stanford Law School, May 2012, <<https://law.stanford.edu/publications/truth-or-consequences-mandatory-disclosure-and-the-impact-of-the-1934-act/>>, Erişim Tarihi: 23.04.2017.

Doğan, B. Fatih, 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu'na Göre Anonim Şirket Yönetim Kurulunun Organizasyonu ve Yönetim Yetkisinin Devri, İstanbul 2011.

Dolu, Ali Murat, Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Bilgi Alma Hakkı, İstanbul 2018.

Engel, Ellen, The Sarbanes-Oxley Act and Firms' Going-Private Decision, <<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0165410106000723>>, Erişim Tarihi: 18.02.2017.

Eren, Fikret, Borçlar Hukuku Genel Hükümler, 22. Baskı, Eylül 2017.

Eroğlu, Cengiz Alp, Kurumsal Yönetim İlkeleri Çerçevesinde Kamunun Aydınlatılması, Sermaye Piyasası Kurulu Kurul Yeterlilik Etütleri, 2003.

ESME report on MiFID and admission of securities to official stock exchange listing [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/esme/05122007\\_mifid\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/esme/05122007_mifid_report_en.pdf) (Kısaltma: ESMe Report)

European Commission Internal Market Directorate, Towards And EU Regime on Transparency Obligations of Issuers Whose Securities are Admitted to Trading On A

Regulated Market Consultation Document of the Services of the Internal Market Directorate General, 11.07.2001,  
<[http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/transparency/consultation1/euregime\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/transparency/consultation1/euregime_en.pdf)>, Erişim Tarihi: 1.05.2018. (Kısaltma: EC: A Regulated Market Consultation Document).

Ferrell, Allen, The Case for Mandatory Disclosure in Securities Regulation Around the World, Harvard John M. Olin Discussion Paper Series, Discussion Paper No. 492, Harvard Law School, 09/2004.

Gordon, Jeffrey N., Governance Failures of the Enron Board and the New Information Order of Sarbanes-Oxley (March 2003). Columbia Law and Economics Working, Paper No. 216; Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 416, <<https://ssrn.com/abstract=391363>>, Erişim Tarihi: 20 Ağustos 2017

Gürbüz Usluel, Aslı, Türk Özel Hukukunda Özellikle Anonim Şirketlerde Ticarî Sırrın Korunması, İstanbul 2009.

Hacımahmutoğlu, Sibel, “AT Düzenlemeleri Işığında “İçerden Öğrenilen Bilgi” Kavramının Değerlendirilmesi”, Prof. Dr. Turgut Kalpsüz’e Armağan, Ankara 2003, s. 151 (Kısaltma: İçerden Öğrenilen Bilgi)

Hacımahmutoğlu, Sibel, AT Komisyonunun Ortaklığın Kontrolünü Ele Geçirme Aracı Olarak Pay Alım Önerisine İlişkin 13. Ortaklık Hukuku Yönerge Teklifi Üzerine Bir İnceleme, Batider Sayı: 1 - Haziran 2001, 257-289.

Hansen, Jesper Lau, Say When: When Must an Issuer Disclose Inside Information? 19 Eylül, 2016, Nordic & European Company Law Working Paper No. 16-03; University of Copenhagen Faculty of Law Research Paper No. 2016-28. <<https://ssrn.com/abstract=2795993>>, Erişim Tarihi: 1.05.2018.

Harris, Lon, the Private Origins of Private Company: Britain 1862-1907, Oxford Journal of Legal Studies, Vol 33, no. 2 (2013) s. 339-378.

Hellsten, Linda, Disclosure and Delayed Disclosure of Inside Information in the Light of the EU Market Abuse Regulation, Yüksek Lisans Tezi, 2015.

Hossain, David, US vs. UK Financial Statement Disclosure: A Cross-Counter Comparison, the Journal of Human Resource and Adult Learning, 68 OL. 12, Mum, 1 Haziran 2016.

İhtiyar, Mustafa, Sermaye Piyasası Hukukunda Kamuyu Aydınlatma İlkesi, İstanbul 2006.

Jaggi, Bikki and Lowy, Pek, Impact of Culture, Market Forces, and Legal System on Financial Disclosures, the International Journal of Accounting, Vol. No. 4 s. 495-519.

Kapancı, B. Kadir, Birlikte Borçlulukta Borçlular Arası İlişkiler, İstanbul 2015.

Kara, m. Sencer, Sermaye Piyasası Aracılık Faaliyetlerinde Yatırımcıların Korunması, Doktora Tezi Ankara 2006.

Karabacak, Serkan, Açığa Satış işlemleri, Sermaye Piyasası Yeterlilik Etüdü, İstanbul 2002.

Kaya, Arslan, Anonim Ortaklıkta Pay Sahibinin Bilgi Alma Hakkı, İstanbul, 2001.

Kazgan, Gülten, Türkiye Ekonomisinde Krizler (1929-2009) Ekonomik Politik Açısından Bir İnceleme, İstanbul, 3. Baskı, 2010.

Kılıç, Semra Halka Açık Şirketlerde Bilgi Alma Hakkı, Yüksek Lisans Tezi , Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2012.

Kıyılar, Murat, Etkin Pazar Kuramının İMKB’de Test Edilmesi, Yıl 9 Sayı 29 Ocak-1998,  
<<http://isletmeiktisadi.istanbul.edu.tr/wp-content/uploads/2013/09/Y%C3%B6netim-29-1998-5.pdf>>, Erişim Tarihi: 08.10.2017.

Kolcuoğlu, Umut, Sermaye Piyasası Hukukunda Zorunlu Çağrı, İstanbul 2009, s. 162,

Küçüksözen, Cemal, Finansal Bilgi Manipülasyonu: Nedenleri, Yöntemleri, Amaçları, Teknikleri, Sonuçları ve İMKB Şirketleri Üzerine Ampirik Bir Çalışma, Doktora Tezi Ankara 2004, s. 183 vd. (Kısaltma: Finansal Bilgi Manipülasyonu).

Küçüksözen, Cemal, Sermaye Piyasasında Yatırımcıların Korunması, İstanbul 1999 (Kısaltma: Yatırımcıların Korunması).

Kütükçü, Doğan, Sermaye Piyasası Hukuku, Cilt 1, İstanbul 2004.

Lannoo, Karel, Khachaturyan, Arman, Disclosure, Ceps Task Force Report No. 48, Ekim 2003, <<https://www.ceps.eu/system/files/book/1062.pdf>>.

La Porta, Rafael, Lopez-de-Silanes, and Shleifer, Andrei, Corporate Ownership around the World, 54 Journal of Finance 471 1999 (Kısaltma: Corporate Ownership).

Leuz, Christian and Wysocki, Peter, Investor Protection and Earnings Management: An International Comparison, MIT Working Paper 2002.

Levent, Cüneyt, Küresel Finans Krizi Sonrasında Sermaye Piyasalarında Şeffaflığın Arttırılması: Türkiye Örneği, 6. International Conference on Eurasian Economies, 9-11 Eylül 2015, Rusya.

Bebchuk, Lucian, A Rent-Protection Theory of Corporate Ownership and Control, NBER Working Paper No. 7203, 1999.

Macey, Jonathan R. and Miller, Geoffrey P., "Origin of the Blue Sky Laws" (1991). Faculty Scholarship Series. Paper 1641. <[http://digitalcommons.law.yale.edu/fss\\_papers/1641](http://digitalcommons.law.yale.edu/fss_papers/1641)>, Erişim Tarihi: 30.05.2018.

Grundmann, Stefan, European Company Law : Organization, Finance and Capital Markets, Cambridge, 2012

Macey, Jonathan R., "Efficient Capital Markets, Corporate Disclosure and Enron" (2004). Faculty Scholarship Series 1419, <[http://digitalcommons.law.yale.edu/fss\\_papers/1419](http://digitalcommons.law.yale.edu/fss_papers/1419)>, Erişim Tarihi: 23 Nisan, 2017, (Kısaltma: Efficient Capital Markets).

Mahoney, Paul, The Origins of The BlueSky Laws: A Test of Competing Hypotheses, University of Virginia School of Law, Law and Economics Research Papers Working Paper No: 01-11, Aralık 2001.

Manavgat, Çağlar, Aleni Pay Alım Teklifi (Tender Offer-Takeover Bid), Ankara 1997 s. 228, (Kısaltma: Pay Alım Teklifi).

Manavgat, Çağlar, "Türk Hukukunda "İçerden Öğrenen" Kavramı", Batider, C.19 Sayı 4, s. 179, (Kısaltma: İçerden Öğrenen).

Manavgat, Çağlar, Anonim Ortaklıklarda Kurumsal Yönetimde Kamunun İşlevi, Batider Sayı: 2 Aralık 2007, 473-498. (Kısaltma: Kamunun İşlevi)

Manavgat, Çağlar, Hukuki Bakımdan Halka Açık Anonim Ortaklıklar ve Halka Arz, Ankara, 2015, s. 202, (Kısaltma: HAO).



Manavgat, Çağlar, Aleni Pay Alım Teklifi (Tender Offer-Takeover Bid), Ankara 1997 (Kısaltma: Pay Alım Teklifi)

Manavgat, Çağlar: Sermaye Piyasasında İşleme Dayalı Manipülasyon ve Özel Hukuk Bakımından Sonuçları, Ankara 2008, s. 170, (Kısaltma: Sermaye Piyasasında Manipülasyon).

Markham, Jerry, and Sharpe, E. M., A Financial History of Modern U.S. Corporate Scandals: From Enron to Reform, 2006.

Memiş, Tekin, Turan, Gökçen, Sermaye Piyasası Hukuku, 2. Baskı, İstanbul, Mart 2016.

Mollers, Thomas, Çeviren: Erhan Temel, Sermaye Piyasasında Bilgi Taşkınlığı (Kısa Finansal Raporların Hayata Geçirilmesine Dair Ampirik Psikolojik ve Karşılaştırmalı Hukuk Temeline Dayalı Bir Öneri) BATİDER Yıl 2016 Sayı 4 (S. 23-66) S.

Mollers, Thomas, Investor Protection In the System Of Capital Markets Law: Legal Foundation and Outlook, Carolina Journal of International Law and Commercial Regulation, Fall 2010, (S. 58-91)

Moroğlu, Erdoğan, Anonim Ortaklıkta Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü, İstanbul 2014

Moroğlu, Erdoğan, Anonim Ortaklıklarda Sermaye Arttırımı, İstanbul 2018

Nopier, Christopher, the History of the Financial Reporting in United Kingdom, Chapter 13, "United Kingdom", in Gary Previts, Peter Walton & Peter Wolnizer

(eds) A Global History of Accounting, Financial Reporting and Public Policy (Bingley: Emerald, 2010), s. 243-273.

Oğuzman, M. Kemal, Öz, M. Turgut Öz, Borçlar Hukuku Genel Hükümler C. 2, Baskı 13, Eylül 2017

Okutan Nilsson, Gül, Corporate Governance In Turkey, European Business Organization Law Review Vol. 8 No. 2 2007, s. 200. (Kısaltma: Corporate Governance In Turkey)

Okutan Nilsson, Gül, Türk Ticaret Kanunu Tasarısına Göre Şirketler Topluluğu Hukuku, İstanbul 2009, s. 540. (Kısaltma: Şirketler Topluluğu Hukuku).

Özcanlı, F. Beril, Sermaye Piyasası Kurulu'nun Yatırımcıları Korumaya Yönelik Dava Açma Yetkisi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Özel Hukuk Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 2010.

Özkorkut, Korkut, Kamu Gözetimi Muhasebe Ve Denetim Standartları Kurumu'nun 12/05/2016 VE 27/10/2016 Tarihli Kurul Kararları "TTK md. 399/1 hükmü TTK md. 397/2 ile ilişkili olarak yaptırıma tabi mi?" Hamdi Yasaman'a Armağan, Ocak 2017, s. 537-554.

Özkorkut, Korkut, Ticari Defterler Yönünden Türk Ticaret Kanunu ve Vergi Usul Kanunu Çatışması Ticaret Hukukuna Hukukun İlgili Diğer Alanlarıyla Birlikte Bakış Sempozyumu (15-16 Mayıs 2014), Doğu Akdeniz Üniversitesi Hukuk Fakültesi, Gazimağusa, KKTC, 2014, (S. 121-139)

Özkul, Levent, ABD Sermaye Piyasalarında Yaşanan Son Gelişmelerin ve ABD'de Yürürlüğe Giren 2002 Tarihli Sarbanes Oxley Kanunu'nun Türk Sermaye Piyasası Açısından Değerlendirilmesi, SPK Yeterlilik Etüdü Nisan 2003

Paslı, Ali, Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi (Corporate Governance), İstanbul 2004

Poroy, Reha; Tekinalp, Ünal; Çamoğlu, Ersin, Ortaklıklar Hukuku, İstanbul 2013.

Pulaşlı, Hasan, Şirketler Hukuku Şerhi, Ankara 2016, s. 1235, (Kısaltma: Şerhi)

Pulaşlı, Hasan, Şirketler Hukuku Genel Esaslar, İstanbul 2015.

La Porta, Rafael, Florencio-de-Silanes, and Andrei Shleifer, What Works in Securities Laws?, Working Paper 2004, (Kısaltma: Securities Laws).

Roe, J. Mark, Legal Origins and Modern Stock Markets, Harvard Law Review, Volume 120.

Romano, Roberta, Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation, Yale L. J. 2359 1998, 107 (Kısaltma: Empowering Investors).

Romano, Roberta, The Need for Competition in International Securities Regulation, 2 Theoretical Inquiries 387 2001, (Kısaltma: International Securities Regulation).

Rüzgâr, Eser: Sermaye Piyasası Kanunu Uyarınca Kamuyu Aydınlatma Belgelerinden Doğan Sorumluluk, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü 60. Yıl Armağanı, Ankara 2015.

Sayın, Hediye, Pay Sahibinin Haklarının Korunması Kapsamında Anonim Şirket Yönetim Kurulu Kararlarının Butlanı, Ankara 2015.

Schon, Wolfgang, Corporate Disclosure in a Competitive Environment - The Quest for a European Framework on Mandatory Disclosure, 6 J. Corp. L. Stud, 2006.

Seligman, Joel, The Historical Need for a Mandatory Corporate Disclosure System, Journal of Corporation Law Volume 9 Fall 1983, No. 1, Easterbrook, H. Frank,

Mandatory Disclosure and Protection of Investors, 70 Virginia Law Review 669, 1984.

Sermaye Piyasası Kurulu 30. Yıl Kitapçığı 2012 (SPK 30. Yıl Kitapçığı) <<http://www.spk.gov.tr/duyurugoster.aspx?aid=20120907&subid=0&ct=c>>, Erişim Tarihi: 05.08.2017

Sheehy, Venedict, the Trouble with Stockjobbers: The South Sea Bubble, the Press and Legislative Regulations of the Markets (2008) Newcastle Law Review 117.

Stigler, George, Public Regulation of the Securities Markets, 37 Journal of Business 117 1964; Kripke, Homer, The Sec and Corporate Disclosure: Regulation in Search of a Purpose (Law & Business), 1979.

Sunger, Todd A., Harmonization of Securities Market Regulations in the European Union: Is the Price Tag Too High? 1998, <<http://scholarlycommons.law.cwsl.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1284&context=cwilj>>, Erişim Tarihi: 1.5.2018.

Şenol, Cem, İçsel Bilgi İçeriden Öğrenilen Bilgi ve İçeriden Öğrenen Kavramlarının Ceza Hukuku Açısından İncelenmesi, Hacettepe Hukuk Fakültesi Dergisi, 2 2012, s. 126-145.

Tan, Emre, Sermaye Piyasası Kurulu'nun Yapısı Görev ve Yetkileri, İdare Hukuku Açısından Sermaye Piyasası, Editör Meltem Kutlu Gürsel, İzmir 2016, s. 57-85.

Tan, Turgut, "Bağımsız İdari Otorite Olarak Sermaye Piyasası Kurulu", Prof. Dr. İsmail Türk'e Armağan, Ankara 1996.

Tan, Turgut, Bağımsız İdari Otoriteler, Rekabet Kurulu Perşembe Konferansları, Ocak 2000, <https://www.rekabet.gov.tr/Dosya/persembe-konferanslari-yayinlari/perskonfyyn77.pdf> (Erişim Tarihi: 12.12.2017)

Tarhan, Damla Gül, Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Önemli Nitelikteki İşlemler ve Sonuçları, İstanbul, 2018.

Tekinalp, Ünal, “İçerden Öğrenenlerin Ticareti Sorunu”, İktisat ve Maliye Dergisi, 33, S.9, 1986.

Tekinalp, Ünal, Anonim Ortaklığın Bilançosu ve Yedek Akçeleri Kamuyu Aydınlatma İlkesiyle, İstanbul, 1979, s. 190 vd. (Kısaltma: Kamunun Aydınlatılması).

Tekinalp, Ünal, Yeni Anonim ve Limited Ortaklıklar Hukuku İle Tek Kişi Ortaklığın Esasları, İstanbul 2012, (Kısaltma: Ortaklıklar Hukuku).

Teoman, Ömer, Yürürlükteki Hukukumuz ve Türk Ticaret Kanunu Tasarısı'na Göre Anonim Ortaklık Genel Kurur Toplantılarına Katılmak Zorunda Olanlar, Batider C. XXV S. 4 Aralık 2009, (S. 19-33)

Türkyılmaz, İsmail, Sermaye Piyasası Hukukunda Pay Alım Teklifi Zorunluluğu İstanbul 2015.

Uygun, İ. Doğuhan, Şirketler Topluluğu Hukukunda Pay Sahipliği Haklarına Dayalı Hakimiyet, İstanbul 2015

Yanlı, Veliye, Anonim Ortaklıklarda Tüzel Kişilik Perdesinin Kaldırılması ve Pay Sahiplerinin Ortaklık Alacaklılarına Karşı Sorumlu Tutulması, İstanbul 2000 (Kısaltma: Tüzel Kişilik Perdesinin Kaldırılması).

Yanlı, Veliye, Halka Açık Şirketlerde Önemli Nitelikli İşlemler, İnönü Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, Ocak 2015, C. 6sayı 2.

Yanlı, Veliye, Okutan Nilsson, Gül, Türk Ticaret Kanunu'nun 198. Maddesi Uyarınca Bildirim Yapılmamasının Anonim Şirketteki Oy Haklarına Etkisi, Editör:

Burcu Göçet, Prof. Dr. Hamdi Yasaman'a Saygı Konferansı, İstanbul, Aralık 2017, s. 776-793.

Yanlı, Veliye, Özel Durumların Kamuya Açıklanmasında İçsel Bilgi Kavramı, Düzenleyen: Borsa İstanbul, Anonim Ortaklıklar ve Sermaye Piyasası Hukukunda Güncel Gelişmeler Türk Alman Uluslararası Sempozyumu, 25-26 Haziran 2010, s. 258-272, (Kısaltma: İçsel Bilgi Kavramı).

Yanlı, Veliye, Sermaye Piyasası Hukuku Çerçevesinde Halka Açık Şirketler ve Kamunun Aydınlatılması, İstanbul 2008, (Kısaltma: Kamunun Aydınlatılması)

Yasin, Melikşah, Sermaye Piyasası Kurulu ve İşlemleri, İstanbul, Ağustos 2002.